

VALUTAZIONI ECONOMICHE

Rivista di ricerca, analisi e divulgazione

ANNO I . N 1 . QUADRIMESTRALE / NOVEMBRE 2023



INIZIATIVE IN AMBITO ESG
E VALORE AZIENDALE

Mario Massari, Marco Villani, Laura Zanetti



L'IMPATTO DEL REGOLAMENTO
(UE) 2022 / 2560 SULLE
OPERAZIONI DI CONCENTRAZIONE

Lucia Bazzucchi, Mario Denni, Federico Guatri



SUL RITORNO DEL CAPITALE
INVESTITO IN AZIENDA

Riccardo Bombardini



METODI ITERATIVI PER LA
STIMA ACCURATA DEL WACC

Furio Bartoli



L'IMPAIRMENT TEST
DELL'AVVIAMENTO NEI
BILANCI DELLE BANCHE

Federico Guatri, Nicola Manicone, Marco Villani



ELEMENTI QUANTITATIVI

Salvidio & Partners

VALUTAZIONI ECONOMICHE

Rivista di ricerca,
analisi e divulgazione

Quadrimestrale

Anno I, N. 1

Novembre 2023

DIRETTORE EDITORIALE

Donato Parete

DIRETTORE RESPONSABILE

Laura Morelli

AUTORI

Furio Bartoli

Lucia Bazzucchi

Riccardo Bombardini

Mario Denni

Federico Guatri

Nicola Manicone

Mario Massari

Ascanio Salvidio

Marco Villani

Laura Zanetti

HANNO COLLABORATO

Andrea Beato

Andrea Cotumaccio

Federico Niasi

Marco Taviani

GRAPHIC DESIGN

Cube3

ART DIRECTOR

Daniele Marsili

EDITORE

Dealflower

Via Valpetrosa 1A

20123 Milano

www.dealflower.it

Registrazione presso il Tribunale
di Pescara n. 3 del 09/09/2020

Iscrizione al Registro degli operatori
di comunicazione n. 34938

Sommario

3

INIZIATIVE IN AMBITO ESG E VALORE AZIENDALE

Mario Massari, Marco Villani, Laura Zanetti

12

L'IMPATTO DEL REGOLAMENTO (UE) 2022 / 2560 SULLE OPERAZIONI DI CONCENTRAZIONE

Lucia Bazzucchi, Mario Denni, Federico Guatri

26

SUL RITORNO DEL CAPITALE INVESTITO IN AZIENDA

Riccardo Bombardini

52

METODI ITERATIVI PER LA STIMA ACCURATA DEL WACC

Furio Bartoli

64

L'IMPAIRMENT TEST DELL'AVVIAMENTO NEI BILANCI DELLE BANCHE

Federico Guatri, Nicola Manicone, Marco Villani

82

ELEMENTI QUANTITATIVI

Salvidio & Partners

Iniziative in ambito ESG e valore aziendale

di **Mario Massari** ⁽¹⁾, **Marco Villani** ⁽²⁾, **Laura Zanetti** ⁽³⁾

⁽¹⁾ Senior Professor di “Finanza Aziendale” presso l’Università Bocconi - Presidente del Consiglio dei Garanti dell’Organismo Italiano di Valutazione

⁽²⁾ Professore a contratto di “Valutazione delle aziende” presso l’Università Bocconi - Dottore commercialista e revisore legale, Studio Prof. Luigi Guatri

⁽³⁾ Professore associato di “Finanza Aziendale” e Direttore del Corso di Laurea in Economia e Finanza presso l’Università Bocconi

Premessa

La sollecitazione affinché le imprese prestino attenzione alle tematiche ambientali, sociali e di governance, comunemente identificate con l'acronimo ESG (4), è sempre maggiore. La stessa proviene da più parti. Un po' in tutto il mondo, le autorità pubbliche sono intervenute, con diversa intensità, per indurre le imprese ad adottare comportamenti maggiormente sostenibili. Gli investitori selezionano gli investimenti con criteri che tengono conto in misura crescente degli aspetti citati in precedenza. I consumatori, soprattutto quelli più giovani, mostrano una sempre maggiore preferenza per i prodotti / servizi delle imprese che operano in modo sostenibile. È opinione diffusa che la sostenibilità possa essere un'importante fonte di opportunità per le imprese le quali, di conseguenza, dovrebbero agire su tale fronte in modo proattivo. In questa prospettiva, è essenziale che il management dell'impresa sia in grado di misurare gli effetti delle iniziative in ambito ESG che intende implementare e, in particolare, l'impatto delle stesse sul valore aziendale. Ciò detto, per prima cosa illustreremo il modello teorico cui fare riferimento a questo fine. Successivamente, approfondiremo gli effetti che le iniziative in ambito ESG possono produrre sulle variabili che concorrono alle grandezze da cui dipende il valore aziendale. Da ultimo, illustreremo le principali problematiche operative da fronteggiare nell'ambito delle stime di cui si discute.

La misurazione dell'impatto delle iniziative ESG sul valore aziendale: il modello teorico di riferimento

In base al metodo finanziario, il valore dell'impresa è funzione dei flussi di cassa attesi e del tasso impiegato per attualizzarli, la cui misura dipende dal loro profilo di incertezza.

Quando il metodo finanziario viene impiegato nella variante asset side, il processo valutativo prevede che si determini per prima cosa il valore del capitale investito netto operativo dell'impresa (enterprise value). Il valore del capitale netto di quest'ultima (equity value) viene calcolato sottraendo dall'enterprise value il valore della posizione finanziaria netta alla data della valutazione. Quindi:

$$W = EV - PFN$$

Dove:

W = Equity value

EV = Enterprise value

PFN = Posizione finanziaria netta

Concentriamoci sull'enterprise value. In base all'approccio disaggregato (adjusted present value), quest'ultimo è pari alla somma tra:

- il valore unlevered, ossia il valore del capitale investito netto operativo nell'ipotesi in cui lo stesso sia finanziato esclusivamente con capitale di rischio;
- il valore dello scudo fiscale del debito, ossia il valore attuale dei risparmi d'imposta derivanti dalla possibilità di dedurre gli oneri finanziari dal reddito imponibile:

$$EV = W_U + W_{TS}$$

Dove:

EV = Enterprise value

W_U = Valore unlevered

W_{TS} = Valore dello scudo fiscale del debito

Assumendo che l'impresa operi nel tempo indefinitamente, la formula precedente può essere riscritta come segue:

$$EV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFO_t}{(1+KeU)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{TS_t}{(1+Kts)^t}$$

Dove:

$FCFO_t$ = Flusso di cassa della gestione operativa al netto delle imposte sull'EBIT

KeU = Costo del capitale di rischio unlevered

TS_t = Risparmi d'imposta derivanti dalla possibilità di dedurre gli oneri finanziari dal reddito imponibile

Kts = Tasso di attualizzazione dei risparmi d'imposta derivanti dalla possibilità di dedurre gli oneri finanziari dal reddito imponibile

Per le finalità che qui rilevano, è importante considerare che alla misura delle grandezze rappresentate nella formula che precede concorrono una pluralità di variabili.

Com'è noto, l'FCFO dipende dall'EBITDA, dalla variazione del capitale circolante commerciale, dagli investimenti, dai disinvestimenti e dalle imposte sull'EBIT (vedi Tavola 1).

Tavola 1. L'FCFO

$$\begin{aligned} & +/- \text{ EBITDA} \\ & +/- \text{ Variazione del capitale circolante commerciale} \\ & - \text{ Investimenti} \\ & + \text{ Disinvestimenti} \\ & - \text{ Imposte sull'EBIT} \\ & = \text{ FCFO} \end{aligned}$$

In base al CAPM, il costo del capitale di rischio unlevered (KeU) dipende dal tasso privo di rischio (r_f), dal beta unlevered (β_U) e dal premio per il rischio di mercato (ERP) (6):

$$KeU = r_f + \beta_U \times ERP$$

I risparmi d'imposta derivanti dalla possibilità di dedurre gli oneri finanziari dal reddito imponibile dipendono da quanto segue:

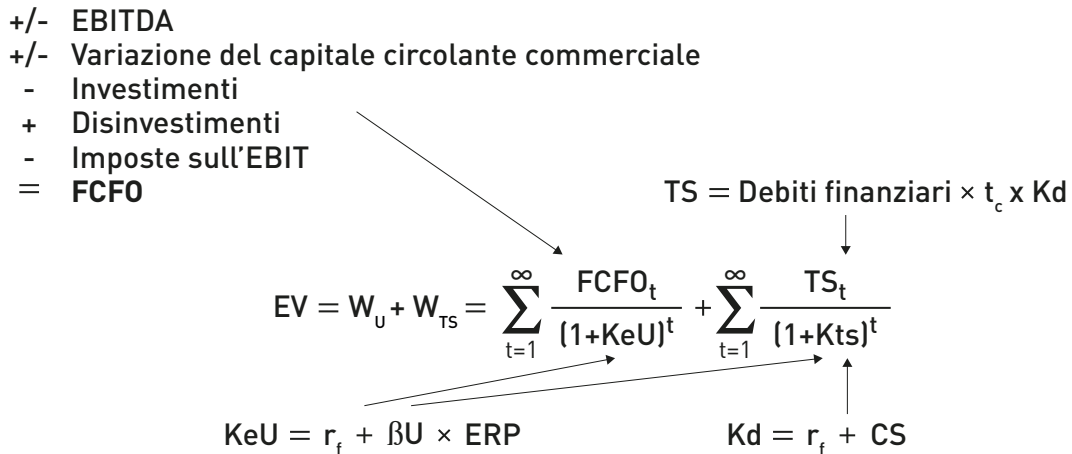
- l'ammontare dei debiti finanziari;
- il costo del capitale di debito, il quale a sua volta dipende dal credit spread che caratterizza l'impresa;

• l'aliquota d'imposta.

Le determinanti elementari del tasso di attualizzazione dei suddetti risparmi d'imposta (Kts) variano a seconda della natura dello stesso. In genere, nella letteratura e nelle applicazioni professionali ricorrono tassi di attualizzazione che, a seconda della situazione, sono compresi tra il costo del capitale di debito e il costo del capitale di rischio unlevered.

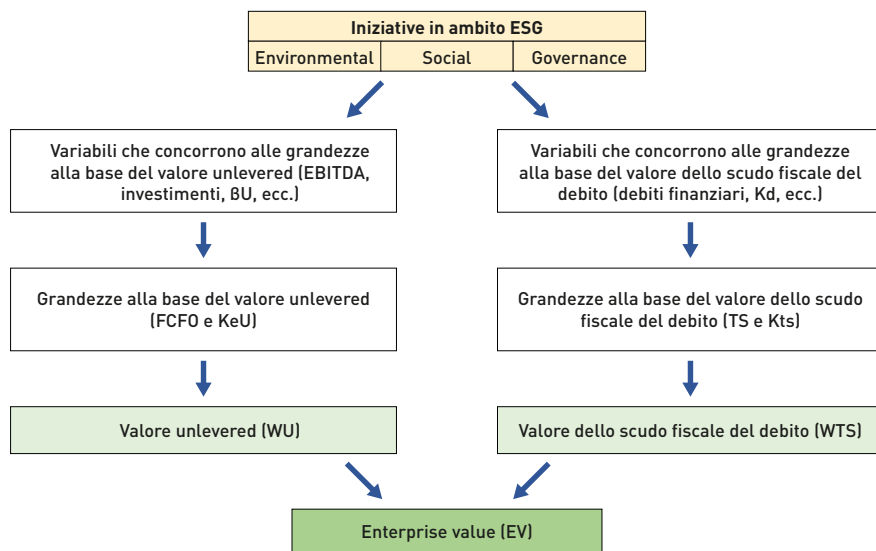
Le diverse relazioni cui abbiamo fatto riferimento sono schematizzate nella Tavola 2.

Tavola 2. Le variabili alla base dell'enterprise value



Le iniziative in ambito ESG possono produrre degli effetti sulla maggior parte delle variabili che concorrono alle grandezze da cui dipendono il valore unlevered e il valore dello scudo fiscale del debito e, di conseguenza, per il tramite di questi ultimi, sull'enterprise value (vedi Tavola 3).

Tavola 3. La relazione tra iniziative in ambito ESG e valore aziendale



Stante quanto precede, per quantificare l'impatto sul valore aziendale delle iniziative in ambito ESG è necessario procedere come segue:

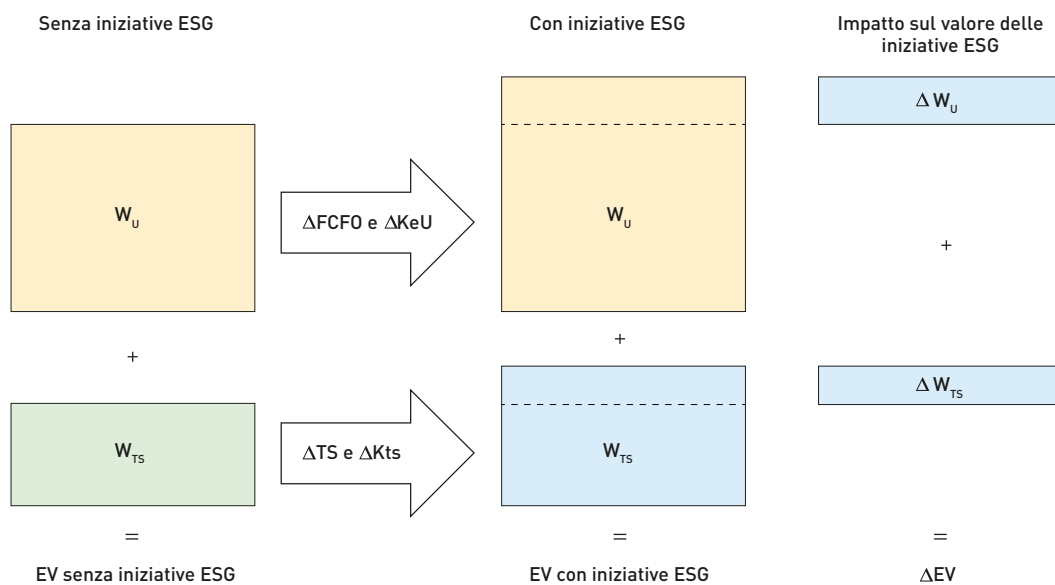
- per prima cosa, deve essere condotta un'analisi qualitativa volta a mappare gli effetti delle predette iniziative sulle variabili che concorrono alle grandezze da cui dipendono il valore unlevered e il valore dello scudo fiscale del debito;
- il passaggio successivo è di tipo quantitativo e consiste nel misurare gli effetti identificati;
- il terzo passaggio consiste nel rideterminare la misura delle grandezze cui concorrono le variabili impattate dalle iniziative in ambito ESG;
- per finire, vanno rideterminati il valore unlevered e il valore dello scudo fiscale del debito.

L'impatto sul valore aziendale delle iniziative in ambito ESG è pari alla somma di quanto segue:

- la differenza tra il valore unlevered calcolato con e senza le stesse;
- la differenza tra il valore dello scudo fiscale del debito calcolato con e senza le stesse.

La somma dei predetti importi equivale all'enterprise value differenziale (vedi Tavola 4).

Tavola 4. L'impatto delle iniziative in ambito ESG sul valore aziendale



Gli effetti delle iniziative in ambito ESG sul valore unlevered

Come spiegato in precedenza, l'impatto delle iniziative in ambito ESG sul valore unlevered è una conseguenza degli effetti delle stesse sugli FCFO attesi e sul KeU. Nei paragrafi che seguono approfondiremo tali effetti.

Iniziative in ambito ESG ed FCFO attesi

Le iniziative in ambito ESG possono incidere sugli FCFO attesi in diversi modi. Alcune iniziative hanno

delle ricadute sui ricavi.

Ad esempio:

- grazie al lancio di una nuova linea di prodotti ecocompatibili, l'impresa potrebbe acquisire nuovi clienti particolarmente sensibili alle tematiche ambientali, nonché creare le condizioni affinché, in futuro, quelli attuali, una volta che avranno acquisito tale sensibilità, continuino a interagire con la stessa;
- nei settori business to business (B2B), sempre più spesso i committenti pretendono che i loro fornitori soddisfino determinati requisiti in ambito ESG. L'impegno dell'impresa sul fronte della sostenibilità è indispensabile per preservare le relazioni commerciali esistenti. Inoltre, potrebbe rendere più agevole allacciarne di nuove in futuro;
- per effetto dell'accresciuta notorietà dei marchi dell'impresa conseguente all'impegno sul fronte della sostenibilità, i prodotti della stessa potrebbero godere di un premium price;
- grazie al rafforzamento dei sistemi di controllo è possibile proteggere la proprietà intellettuale dell'impresa in modo più efficace riducendo pertanto il rischio che altri, in modo fraudolento, se ne appropriino.

Altre iniziative esprimono invece i loro effetti principalmente sui costi. Ad esempio:

- le iniziative implementate dall'impresa per ridurre il consumo di energia elettrica si traducono in una riduzione dei costi sostenuti per approvvigionarsi della stessa;
- le iniziative implementate dall'impresa per ridurre gli scarti di produzione si traducono in una riduzione dei costi sostenuti per approvvigionarsi delle materie prime e per lo smaltimento dei rifiuti;
- la reputazione acquisita dall'impresa, grazie al suo impegno sul fronte della sostenibilità, potrebbe tradursi in un contenimento dei costi da sostenere per:
 - attrarre nuovo personale qualificato e trattenere quello che già opera presso la stessa;
 - attrarre nuovi clienti e trattenere quelli che già si relazionano con la stessa;
- nel caso delle imprese industriali altamente inquinanti, l'adozione di soluzioni tecniche caratterizzate da un minor impatto ambientale si traduce, tra le altre cose, in una riduzione degli esborsi che le stesse dovranno sostenere per bonificare i siti nei quali operano, indennizzare coloro (addetti e non) che, a causa dell'inquinamento prodotto, contrarranno delle malattie, nonché fronteggiare possibili sanzioni / multe. Nel medio-lungo termine, l'impegno dell'impresa, soprattutto se altamente inquinante, sul fronte della sostenibilità ambientale potrebbe anche tradursi in un contenimento degli esborsi per investimenti. Infatti, a parità di altre condizioni, è ragionevole ipotizzare che gli impianti / macchinari che incorporano tecnologie a ridotto impatto ambientale presentino una vita utile superiore a quelli inquinanti. Ciò, tra le altre cose, per le seguenti ragioni, tutte conseguenti alla sempre maggiore attenzione all'ambiente:
 - nel tempo potrebbe ridursi, o addirittura venire completamente meno, la domanda di prodotti realizzati con impianti / macchinari inquinanti;
 - nel tempo le autorità pubbliche potrebbero limitare o addirittura vietare l'utilizzo di impianti / macchinari inquinanti.

La crescente attenzione alla sostenibilità da parte degli investitori fa presumere che in prospettiva le imprese virtuose possano reperire le risorse finanziarie di cui necessitano (sia a titolo di capitale proprio che di debito) con maggiore facilità rispetto a quelle che non lo sono. In linea di principio, ciò potrebbe consentire alle stesse di raggiungere più rapidamente gli obiettivi industriali che si sono prefissate.

In aggiunta a quanto detto, va anche considerato che le imprese maggiormente attente alla sostenibilità potrebbero beneficiare di sussidi e sgravi fiscali riservati alle stesse dalle autorità pubbliche.

Ovviamente, l'impegno dell'impresa con riferimento alle tematiche ambientali, sociali e di governance non

è a costo zero. Infatti, normalmente, nel breve-medio termine tale impegno si traduce nel sostenimento di costi / investimenti superiori a quelli che si sarebbero dovuti fronteggiare senza lo stesso.

Iniziative in ambito ESG e KeU

Da quanto descritto in precedenza emerge che l'impegno dell'impresa sul fronte della sostenibilità è potenzialmente in grado, tra le altre cose, di:

- attivare un circolo virtuoso con ricadute positive sulla reputazione dell'impresa e sulle relazioni della stessa con i clienti e con il personale;
- accrescere il controllo dell'impresa sulla sua proprietà intellettuale, riducendo pertanto il rischio che altri se ne appropriino;
- ridurre il rischio di danni reputazionali;
- rendere meno sensibili i risultati dell'impresa alle possibili variazioni del prezzo di alcuni dei fattori produttivi impiegati dalla stessa;
- attenuare le ricadute sull'impresa di possibili provvedimenti normativi a favore della sostenibilità;
- rendere più agevole il reperimento delle risorse finanziarie di cui necessita l'impresa a sostegno del proprio piano di sviluppo.

Tutto ciò ha l'effetto di ridurre la variabilità degli FCFO e, di conseguenza, accrescere la visibilità sugli stessi nel medio-lungo termine.

In definitiva, le iniziative in ambito ESG sono in grado di incidere non solo sulla composizione e sulla misura degli FCFO attesi, ma anche sul profilo di incertezza degli stessi e, di conseguenza, sul KeU.

Gli effetti delle iniziative in ambito ESG sul valore dello scudo fiscale del debito

L'impegno dell'impresa sul fronte della sostenibilità può produrre degli effetti non solo sulla gestione operativa, ma anche su quella finanziaria. Ad esempio, il fatto che le iniziative in ambito ESG implementate dalla stessa siano all'origine di flussi di cassa operativi netti incrementali e di un'attenuazione del profilo di rischio operativo dovrebbe rendere possibile accrescere il ricorso al debito. Peraltro, come spiegato in precedenza, da tempo sono presenti sul mercato strumenti finanziari destinati a finanziare iniziative sostenibili (green bond, social bond, sustainability bond, sustainability - linked bond, ecc.).

Ovviamente, per effetto delle suddette iniziative potrebbe mutare anche la remunerazione richiesta all'impresa dai finanziatori. Infatti, in presenza di un'attenuazione del profilo di rischio operativo, questi ultimi dovrebbero essere disponibili, a parità di altre condizioni, a riconoscere all'impresa un credit spread più contenuto.

In conclusione, le iniziative in ambito ESG possono incidere sia sull'ammontare dei risparmi d'imposta derivanti dalla possibilità di dedurre gli oneri finanziari dal reddito imponibile che sul tasso di attualizzazione degli stessi e, di conseguenza, sul valore dello scudo fiscale del debito.

Le problematiche operative connesse alla stima degli effetti delle iniziative in ambito ESG sul valore aziendale

Le problematiche operative da fronteggiare per stimare gli effetti delle iniziative in ambito ESG sul valore aziendale variano di caso in caso. Ciò premesso, segnaliamo, in particolare, quanto segue:

- solitamente, è più agevole misurare gli effetti delle iniziative in ambito ESG sui flussi attesi rispetto a

quelli sul profilo di incertezza degli stessi;

- in genere, le iniziative in ambito ESG per le quali è più agevole misurare gli effetti sui flussi attesi sono quelle che vanno ad incidere sulle caratteristiche dei prodotti dell'impresa oppure sulle modalità di produzione e distribuzione degli stessi;
- le iniziative che attengono alle tematiche sociali e di governance concorrono certamente ad attivare un circolo virtuoso che potrebbe avere degli effetti positivi sui flussi attesi e sul profilo di incertezza degli stessi. Tuttavia, solitamente, tali effetti sono tutt'altro che agevoli da misurare;
- in genere, è relativamente agevole stimare gli effetti delle iniziative in ambito ESG per le imprese attive in settori nei quali la transizione verso la sostenibilità, solitamente ambientale, è guidata da provvedimenti delle autorità pubbliche che definiscono gli obblighi cui le stesse devono adempiere. In questi casi, lo scenario di riferimento è noto e non può essere modificato;
- in alcuni settori la transizione verso la sostenibilità è in larga parte guidata da dinamiche sociali, il più delle volte difficilmente prevedibili. In questi casi, i possibili scenari sono molteplici e, di conseguenza, condurre delle stime è tutt'altro che agevole;
- vi sono settori nei quali, per ragioni tecniche, la transizione verso la sostenibilità, in particolare ambientale, avverrà gradualmente nell'arco di molti anni, addirittura decenni. Ovviamente, l'estensione dell'orizzonte temporale che rileva ai fini delle analisi valutative rende queste ultime particolarmente complesse.

⁴ L'acronimo ESG è composto dalle iniziali delle parole "environmental", "social" e "governance".

⁵ Talvolta, nelle applicazioni professionali, la formula rappresentata viene integrata per tenere conto di eventuali fattori di rischio specifici cui è esposta l'impresa.

L'impatto del Regolamento (UE) 2022 / 2560 sulle operazioni di concentrazione

Lucia Bazzucchi ⁽¹⁾, Mario Denni ⁽²⁾, Federico Guatri ⁽³⁾

⁽¹⁾ Principal, The Brattle Group

⁽²⁾ Senior Associate, The Brattle Group

⁽³⁾ Dottore commercialista, Studio Prof. Luigi Guatri

Premessa

Il 12 ottobre 2023 sono entrati ufficialmente in vigore gli obblighi di notifica associati al Regolamento europeo n. 2022 / 2560 relativo alle sovvenzioni estere (Foreign Subsidies Regulation, “FSR”, o il “Regolamento”), il quale introduce un regime armonizzato di contrasto delle sovvenzioni estere distorsive del mercato interno. Tali obblighi riguardano:

- le operazioni di concentrazione (acquisizioni e joint venture) in cui almeno una delle imprese partecipanti alla fusione sia stabilita nell’Unione Europea (“UE”), generi un fatturato (all’interno dell’UE) di almeno 500 milioni di Euro e le imprese abbiano beneficiato di sovvenzioni estere totali superiori a 50 milioni di Euro da Paesi terzi nei tre anni precedenti.
- le imprese partecipanti in gare di appalto, dove il valore stimato dell’appalto sia di almeno 250 milioni di Euro e l’impresa (incluse le società partecipate, e controllate, nonché i principali subappaltatori e fornitori) abbia beneficiato di contributi finanziari pari o superiori a 4 milioni di Euro per Paese terzo nei tre anni precedenti alla notifica.

Scopo principale del Regolamento è quello di assicurare un level playing field tra gli operatori economici e il corretto funzionamento del mercato interno. In particolare, gli obiettivi specifici del Regolamento riguardano: (i) l’identificazione delle sovvenzioni a carattere più distorsivo, tramite una mappatura sistematica delle sovvenzioni estere che risulta attualmente assente; (ii) la rimozione delle distorsioni causate dalle sovvenzioni estere una volta identificate, in particolare, nella partecipazione a procedure di appalto pubblico e per le operazioni di concentrazione, in un qualsiasi settore economico.

Il Regolamento integra la disciplina europea relativa alle misure di sostegno alle imprese che operano nel mercato interno, dotando la Commissione di uno strumento di valutazione ex ante e di intervento in presenza di distorsioni provocate da sovvenzioni che, in quanto concesse da Paesi non membri, non sono soggette alla normativa sugli aiuti di Stato. A tal fine, il Regolamento combina elementi della disciplina sul controllo degli aiuti di Stato e delle concentrazioni con quelli della normativa sugli appalti pubblici e delle regole in materia di difesa commerciale. Nel caso in cui venga valutata la natura distorsiva delle sovvenzioni, il Regolamento consente alla Commissione di intervenire vietando la concentrazione, qualora ritenga che le sovvenzioni estere siano distorsive del mercato interno, o accettando gli impegni offerti dalle imprese.

Nell’analisi di impatto del Regolamento, pubblicata a maggio 2021, la Commissione ha previsto, sulla base dei dati storici, un numero limitato di operazioni di concentrazione soggette agli obblighi di notifica e potenzialmente influenzate dagli effetti del Regolamento. In particolare, la Commissione ha stimato sulla base delle acquisizioni effettuate da imprese provenienti da Paesi terzi negli anni 2015-2019, circa 30 notifiche all’anno. Nel periodo analizzato, infatti, le imprese europee con un fatturato pari o superiore a 500 milioni di Euro, acquisite da imprese appartenenti a Paesi terzi, risultano comprese tra 26 e 38 all’anno. La Commissione ritiene plausibile che il numero di notifiche all’anno possa risultare anche inferiore una volta applicata la soglia di sovvenzioni minime pari a 50 milioni di Euro.

Applicando gli stessi criteri adottati dalla Commissione, il presente articolo verifica il potenziale impatto sulle operazioni di concentrazione in Italia, guardando ai dati storici di tali operazioni nel corso degli ultimi dieci anni.

Il risultato della ricerca indica che: (i) almeno 196 delle operazioni di concentrazione che si sono concluse in Italia tra il 2013 e il 2023 (pari a circa il 45% del valore complessivo delle stesse) avrebbero superato le soglie minime in termini di fatturato definite dal Regolamento; (ii) di queste, le operazioni che hanno coinvolto imprese estere sono state 53, ossia circa il 27% delle operazioni potenzialmente impattate dal Regolamento, pari a circa cinque operazioni all’anno. Le operazioni individuate nell’ambito di applicazione del Regolamento riguardano prevalentemente i seguenti settori: “Other financials”, “Machinery, equipment, furniture, recycling” e “Gas, Water, Electricity”. Per valutare gli effetti del Regolamento sul mercato interno, e in particolar modo in Italia, occorrerà aspettare la concreta applicazione del Regolamento ed

effettuare un'analisi puntuale non solo degli aspetti competitivi, ma anche degli effetti più generali sui tempi e le condizioni delle operazioni di concentrazione soggette al Regolamento, la loro frequenza e, più in generale, sulla crescita dei settori economici interessati e il loro livello di innovatività.

Il nuovo Regolamento sulle sovvenzioni estere

Il 12 gennaio 2023 è entrato in vigore il Regolamento UE n. 2022 / 2560 relativo alle sovvenzioni estere distorsive del mercato interno (4). Il Regolamento è destinato a tutte le imprese, anche pubbliche, che esercitino un'attività economica nel mercato interno. In particolare, si ritiene che eserciti un'attività economica nel mercato interno, qualsiasi impresa che (i) acquisisca il controllo di un'impresa stabilita nell'Unione o che si fonda con essa e (ii) partecipi a una procedura di appalto pubblico nell'Unione.

Il Regolamento attribuisce alla Commissione europea il potere di condurre, con efficacia sospensiva, un esame ex ante di gare d'appalto pubbliche e di operazioni di concentrazione e di costituzione di joint venture che coinvolgano società che abbiano beneficiato di sovvenzioni concesse - direttamente o indirettamente (5) - dalle autorità pubbliche di Paesi non-UE (le cd. "sovvenzioni estere"). Accanto al potere di indagine ex officio della Commissione, il Regolamento prevede obblighi di notifica per le imprese (6).

a) La nozione di sovvenzione estera

Oltre ai trasferimenti monetari, la nozione di contributo finanziario ricomprende un'ampia gamma di misure di sostegno alle imprese, come la concessione di diritti speciali o esclusivi, senza che sia prevista una remunerazione adeguata in linea con le normali condizioni di mercato.

In particolare, rientrano nella nozione di contributo finanziario:

- i trasferimenti di fondi o passività, quali conferimenti di capitale, sovvenzioni, prestiti, garanzie sui prestiti, incentivi fiscali, compensazione delle perdite di esercizio, compensazione di oneri finanziari imposti dalle autorità pubbliche, remissione del debito, capitalizzazione del debito o ristrutturazione del debito;
- la rinuncia a entrate altrimenti dovute, quali esenzioni fiscali o la concessione di diritti speciali o esclusivi senza una remunerazione adeguata in linea con le condizioni di mercato;
- la fornitura o l'acquisto di beni o servizi.

Diversamente dalla disciplina sugli aiuti di Stato, tuttavia, il Regolamento non introduce un divieto generale relativo alle sovvenzioni estere: a essere in contrasto con la nuova previsione normativa, infatti, sono solamente quei contributi finanziari esteri che, migliorando la posizione competitiva di una (o poche) imprese, sono suscettibili di causare una distorsione al gioco competitivo tra gli operatori economici nel mercato interno. Una volta accertata l'esistenza di una sovvenzione estera, la Commissione è chiamata, quindi, a effettuare una valutazione caso per caso se la sovvenzione provochi effetti distorsivi sulla concorrenza nel mercato interno.

A tal fine, il Regolamento prevede tre condizioni cumulative: primo, la sovvenzione deve essere limitata a una o più imprese o uno o più settori; secondo, deve conferire un vantaggio esclusivo al / ai beneficiario / i; terzo, gli effetti positivi eventualmente apportati dalla sovvenzione non sono sufficienti a controbilanciare quelli negativi.

È evidente come l'insieme delle condizioni individuate dal Regolamento siano improntate alla disciplina consolidata in materia di controllo sugli aiuti di Stato: una sovvenzione è distorsiva se concessa da un'entità pubblica, utilizzando risorse pubbliche (criterio dell'imputabilità e delle risorse statali), solo a una o alcune imprese (criterio della selettività) e conferisce un vantaggio che non avrebbe potuto essere ottenuto in normali condizioni di mercato (secondo il noto test MEO o dell'operatore in un'economia di mercato).

b) La valutazione dell'effetto distorsivo e il balancing test

Al fine di valutare l'“irreplicabilità” secondo le “normali condizioni di mercato” del vantaggio concesso dalla sovvenzione estera, la Commissione farà uso di valori di riferimento comparativi (benchmark), quali le pratiche degli investitori privati in materia di investimento, i tassi di finanziamento ottenibili sul mercato, un trattamento fiscale comparabile o una remunerazione adeguata per un dato bene o servizio. Se, da un lato, l'analisi “comparativa” è uno strumento “usuale” della Commissione, dall'altro lato, nel contesto delle sovvenzioni estere, è probabile che tale analisi sarà resa più complicata dalla scarsità di dati strutturati e affidabili e, in generale, di informazioni relative al mercato di riferimento, alle società comparabili, al contesto economico e alla finalità della sovvenzione, nonché agli elementi del regime fiscale dello stato estero concedente.

Per valutare l'incidenza - effettiva o potenziale - sulla concorrenza nel mercato interno di una sovvenzione estera, il Regolamento individua una serie - non esaustiva - di indicatori come: l'importo e la natura del contributo; la condizione finanziaria dell'impresa beneficiaria; il livello e l'evoluzione dell'attività economica di tale impresa nel mercato interno; la finalità della sovvenzione estera e le condizioni cui è subordinata, nonché il suo utilizzo per le attività nel mercato interno (7).

Sulla base di tali criteri, il Regolamento definisce la cd. black-list dei contributi, ovverosia l'insieme delle tipologie di sovvenzioni estere che si presume siano maggiormente idonee a provocare distorsioni sul mercato interno. Rientrano nella black-list, ad esempio, le sovvenzioni concesse a un'impresa in difficoltà finanziaria, quando è probabile che, in assenza del contributo, l'impresa cessi la propria attività a breve o medio termine, senza che siano previsti un piano di ristrutturazione e un significativo contributo da parte dell'impresa; le sovvenzioni che assumono la forma di garanzia illimitata per debiti o passività dell'impresa, vale a dire senza alcuna limitazione dell'importo o della durata di tale garanzia; quelle che facilitino direttamente una concentrazione o che consentano a un'impresa di presentare un'offerta indebitamente vantaggiosa, in base alla quale l'impresa potrebbe aggiudicarsi l'appalto (8).

Da ultimo, stabilita l'esistenza e la natura distorsiva di una sovvenzione estera, il Regolamento richiede che la Commissione effettui una valutazione in merito all'eventuale esistenza di effetti positivi e se tali effetti siano sufficienti a controbilanciare quelli negativi sulla concorrenza (il cd. balancing test). Il Regolamento, tuttavia, fornisce solamente indicazioni generiche circa la tipologia di tali effetti positivi: essi possono riguardare lo sviluppo dell'attività economica sovvenzionata, ovvero essere pertinenti con gli obiettivi politici dell'Unione, quali la crescita, l'occupazione, l'innovazione e la tutela dell'ambiente (9).

c) Strumenti a disposizione della Commissione

Il Regolamento attribuisce alla Commissione tre strumenti principali per il monitoraggio delle sovvenzioni estere. Il primo si applica alle fusioni, alle acquisizioni e alla costituzione di imprese comuni, il secondo agli appalti pubblici, mentre il terzo copre qualsiasi attività economica, consentendo alla Commissione di agire di propria iniziativa, anche conducendo indagini di mercato.

In primo luogo, a partire dal 12 ottobre 2023, le imprese hanno l'obbligo di notificare in via preventiva alla Commissione le concentrazioni in cui una delle imprese interessate realizza nell'Unione un fatturato di almeno 500 milioni di Euro (soglia di fatturato) e le imprese abbiano ricevuto da Paesi terzi contributi finanziari combinati superiori a 50 milioni di Euro nei tre anni precedenti all'operazione (requisito del contributo finanziario).

Benché il Regolamento non preveda una soglia di fatturato aggregato realizzato a livello mondiale, è dunque possibile che operazioni che non comportino un obbligo di notifica ai fini del controllo delle concentrazioni ai sensi del regolamento sulle concentrazioni siano soggette a obbligo di notifica ai sensi del Regolamento.

La Commissione, inoltre, può richiedere la notifica preventiva di qualsiasi concentrazione, anche se non soggetta a obbligo di notifica, in qualsiasi momento prima della sua realizzazione, qualora sospetti che le imprese interessate possano aver ricevuto sovvenzioni estere nei tre anni precedenti l'operazione.

A esito dell'istruttoria, la Commissione può vietare la concentrazione, qualora ritenga che le sovvenzioni estere siano distorsive del mercato interno, o accettare gli impegni offerti dalle imprese.

Il Regolamento introduce, inoltre, un sistema di controllo preventivo, al pari di quello per le concentrazioni, per le sovvenzioni estere che consentono a un operatore economico di presentare un'offerta indebitamente vantaggiosa in relazione a lavori, forniture o servizi oggetto di appalto pubblico.

In questo caso, le imprese che partecipano a un appalto pubblico di valore almeno pari a 250 milioni di Euro sono tenute a notificare all'amministrazione appaltatrice tutti i contributi finanziari esteri superiori a 4 milioni di Euro ricevuti nei tre anni precedenti ⁽¹⁰⁾. Tale notifica deve essere successivamente trasmessa alla Commissione dall'amministrazione appaltatrice e vi è un obbligo di sospensione dell'aggiudicazione della gara ⁽¹¹⁾.

Tale previsione è destinata ad avere un impatto significativo per le imprese in quanto l'obbligo di notifica riguarda anche i contributi finanziari ricevuti dai subappaltatori e dai fornitori principali, vale a dire che forniscono elementi essenziali ai fini dell'esecuzione dell'appalto e il cui contributo supera il 20% del valore dell'offerta presentata.

La Commissione può accettare impegni ovvero vietare l'aggiudicazione dell'appalto.

Oltre ai due obblighi informativi sopra richiamati, il Regolamento attribuisce alla Commissione la possibilità di agire di propria iniziativa, sulla base delle informazioni provenienti da qualsiasi fonte, per analizzare sovvenzioni estere potenzialmente distorsive del mercato interno in relazione a qualsiasi attività economica. Il potere d'indagine ex officio, dunque, si estende a un insieme di situazioni ben più ampio delle operazioni di concentrazione e delle procedure pubbliche di appalto.

d) Il Regolamento di esecuzione

A seguito di una consultazione pubblica svolta dopo l'adozione del Regolamento, il 12 luglio scorso la Commissione ha adottato un regolamento esecutivo che disciplina le modalità applicative e le procedure di notifica relative al Regolamento ⁽¹²⁾. Due sono le maggiori novità introdotte dal regolamento di esecuzione ⁽¹³⁾:

- è prevista una limitazione delle tipologie di contributi finanziari che ricadono nell'obbligo di notifica, attraverso una distinzione tra quelli potenzialmente più dannosi (quelli elencati all'art. 5, co. 1, del Regolamento) e gli altri. Mentre per i primi è richiesta una rendicontazione dettagliata e onerosa, per i contributi non rientranti nell'elenco dell'articolo 5, è sufficiente invece fornire una "panoramica" dei contributi finanziari esteri il cui importo sia superiore a 1 milione di Euro;
- sono introdotte esenzioni per specifiche tipologie di contributi finanziari, che quindi non contribuiscono al raggiungimento delle soglie previste dal Regolamento per gli obblighi di notifica preventiva ⁽¹⁴⁾.

e) Valutazione d'impatto

Nella relazione sulla valutazione d'impatto pubblicata a maggio 2021⁽¹⁵⁾, la Commissione ha effettuato una prima valutazione delle concentrazioni potenzialmente soggette agli effetti del Regolamento sulla base dei dati pubblici disponibili ⁽¹⁶⁾. In particolare, a causa dell'assenza di una banca dati strutturata sulle sovvenzioni estere in Europa, la Commissione ha utilizzato fonti diverse e stimato il possibile ammontare e origine dei finanziamenti esteri sulla base delle imprese europee acquisite da imprese pubbliche o private provenienti da Paesi terzi. I Paesi che hanno storicamente esercitato una maggiore influenza sul mercato interno, tramite l'acquisizione di parte o tutto il capitale di imprese, sono gli Stati Uniti, la Svizzera e la Cina.

Nella maggior parte delle operazioni, le imprese provenienti da Paesi terzi acquisiscono il controllo delle imprese europee in oggetto.

Nell'analisi di impatto del Regolamento, la Commissione ha verificato che le imprese acquisite da imprese provenienti da Paesi terzi negli anni 2015-2019, con un fatturato pari o superiore a 500 milioni di Euro, risultano comprese tra 26 e 38 all'anno. Sulla base di ciò, la Commissione ha previsto un numero limitato di operazioni di concentrazione soggette agli obblighi di notifica, pari a 30 all'anno, che potrebbe ulteriormente ridursi una volta applicata la soglia di sovvenzioni minime pari a 50 milioni di Euro ⁽¹⁷⁾.

L'evoluzione nel tempo delle operazioni di concentrazione in Italia

Abbiamo effettuato un'analisi analoga a quella condotta dalla Commissione nell'analisi di impatto al fine di verificare il numero di potenziali operazioni di concentrazione soggette agli obblighi di notifica in Italia ⁽¹⁸⁾. L'analisi si basa sui dati storici per il periodo 2013-2023 e tiene conto dei seguenti requisiti.

Le operazioni:

- hanno determinato un trasferimento del controllo;
- sono avvenute tra l'1 gennaio 2013 e il 30 giugno 2023;
- hanno coinvolto una società italiana in qualità di impresa target;
- è disponibile il valore dell'operazione.

Nelle Tavole 1 e 2 è rappresentato, rispettivamente:

- il numero e il valore delle operazioni di concentrazione, distinguendo tra le principali tipologie delle stesse ⁽¹⁹⁾;
- l'evoluzione nel periodo considerato del valore complessivo delle operazioni di concentrazione. I dati sono articolati per settore ⁽²⁰⁾.

Tavola 1. Numero e valore delle operazioni di concentrazione in Italia (2013-2023). Milioni di Euro

	Numero di operazioni	Valore delle operazioni
Acquisizioni partecipazioni	1.566	265.386
Institutional buy-out	234	102.547
Management buy-in / buy-out	3	67
Fusioni	2	46
Totale	1.805	368.047

Fonte: Elaborazione degli autori su dati Zephyr (BVD)

Tavola 2. Il valore complessivo per settore delle operazioni di concentrazione in Italia (2013-2023). Milioni di Euro

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Banks	291	281	750	831	4.991	324	275	5.903	1.513	145	470
Chemicals, rubber, plastics, non-metallic products	3.223	3.363	6.269	5.856	1.688	2.375	2.117	2.049	1.098	4.267	2.020
Construction	870	118	1.054	319	344	2.274	349	125	2.264	51.171	0
Education, Health	7	0	1	104	378	313	123	38	1.217	36	136
Food, beverages, tobacco	192	558	893	567	753	811	707	362	849	1.586	43
Gas, Water, Electricity	546	507	4.162	1.755	1.256	3.688	1.046	2.216	810	5.679	682
Hotels & restaurants	260	391	0	87	514	366	374	595	302	41	1.969
Insurance companies	1	817	924	84	1.530	823	3	40	2.721	946	575
Machinery, equipment, furniture, recycling	6.104	3.316	13.505	1.810	2.074	20.070	7.717	424	937	1.045	572
Metals & metal products	177	1.394	1.944	890	80	1.656	1.960	199	102	2.691	14
Other	219	0	1.137	69	27	134	110	600	1.100	1.085	562
Other financials	3.332	4.901	3.174	3.527	9.669	10.419	4.088	4.037	9.481	15.653	715
Post and telecommunications	28	0	37	22.639	161	1	603	2.705	1.673	318	1
Primary Sector (agriculture, mining, etc.)	0	460	12	0	32	192	0	461	9	177	0
Public administration and defence	0	0	0	0	0	0	51	1	0	0	0
Publishing, printing	14	137	140	1.217	202	267	47	952	1.846	133	20
Textiles, wearing apparel, leather	2.101	700	457	1.526	444	1.837	1.118	6	1.974	151	577
Transport	129	137	70	1.191	536	4.952	206	21	1.250	27	0
Wholesale & retail trade	85	401	4.370	1.691	1.220	4.077	71	109	854	1.584	1.032
Wood, cork, paper	14	11	0	20	312	0	14	0	725	40	388
Totale	17.592	17.492	38.899	44.181	26.211	54.579	20.978	20.840	30.725	86.775	9.776

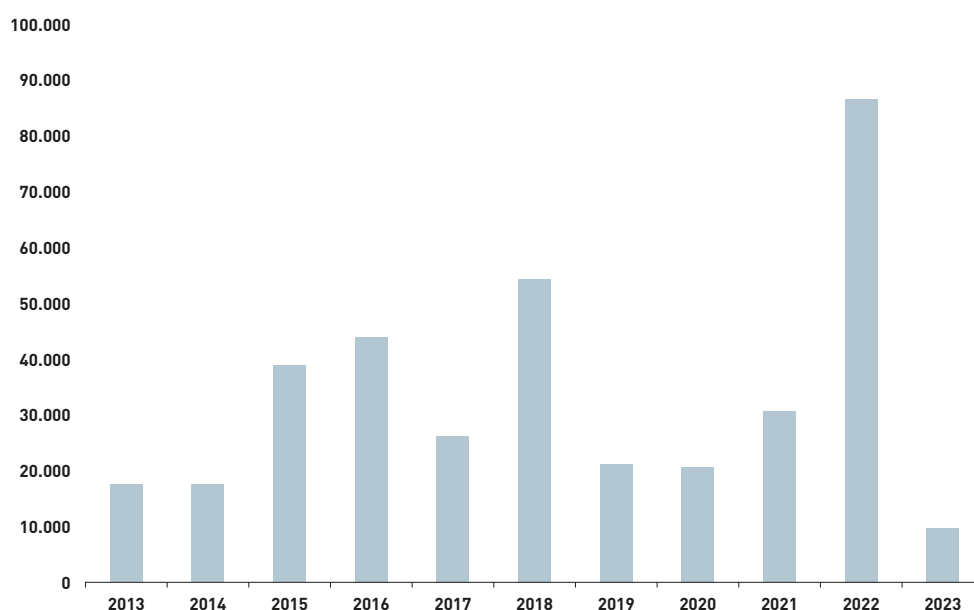
Fonte: Elaborazione degli autori su dati Zephyr (BVD). Note: l'anno 2023 è considerato fino al 30 giugno

Nel periodo 2013-2022, il valore complessivo delle operazioni di concentrazione completate ha registrato un minimo di circa 17.492 milioni di Euro nel 2014 e un massimo di circa 86.775 milioni di Euro nel 2022.

Nel 2023, sebbene l'analisi consideri solo la prima metà dell'anno, si registra una significativa diminuzione del valore complessivo delle operazioni di concentrazione completate sia rispetto al 2022 sia rispetto alla media dei dieci anni precedenti (pari a circa 35.827 milioni di Euro). Lo stesso è pari a circa 9.776 milioni di Euro.

Nella Tavola 3 è rappresentata graficamente l'evoluzione nel tempo della grandezza considerata.

Tavola 3. Il valore complessivo delle operazioni di concentrazione in Italia (2013-2023). Milioni di Euro.



Fonte: Elaborazione degli autori su dati Zephyr (BVD). Note: l'anno 2023 è considerato fino al 30 giugno

Se si guarda ai diversi settori si nota, in particolare, che:

- negli ultimi dieci anni i settori che hanno registrato il maggiore valore complessivo delle transazioni sono stati: “Other financials”, “Construction”, “Post and telecommunications”, “Machinery, equipment, furniture, recycling” e “Chemicals, rubber, plastics, non-metallic products”;
- nel 2023, il settore nel quale è stato registrato il maggior valore complessivo delle operazioni di concentrazione è quello denominato “Chemicals, rubber, plastics, non-metallic products”.

Come precedentemente descritto, le operazioni di concentrazione potenzialmente impattate dal Regolamento in quanto soggette a obbligo di notifica sono quelle:

- che comportano *“una modifica duratura del controllo”*⁽²¹⁾;
- in cui *“almeno una delle imprese partecipanti alla fusione, l'impresa acquisita o l'impresa comune è stabilita nell'Unione e genera nell'Unione un fatturato totale pari ad almeno 500 milioni di Euro”*⁽²²⁾.

Tra le operazioni analizzate, abbiamo cercato di identificare quelle che potenzialmente avrebbero potuto essere impattate dal Regolamento.

Ai fini dell'analisi, non disponendo di informazioni sull'articolazione geografica dei ricavi delle imprese target, si è ipotizzato che l'intero fatturato delle stesse sia stato convenzionalmente generato nell'Unione Europea.

Delle operazioni così individuate abbiamo, inoltre, verificato quelle per cui le imprese acquirenti sono appartenenti a Paesi terzi, fuori dall'Unione Europea.

Negli ultimi dieci anni sono state completate 196 operazioni in cui le imprese coinvolte hanno fatturato almeno 500 milioni di Euro, e quindi potenzialmente impattate dal Regolamento, le quali rappresentano il 45% del valore complessivo delle operazioni completate nel periodo esaminato. Le operazioni che hanno coinvolto imprese acquirenti estere sono 53, pari a circa il 27% delle operazioni potenzialmente impattate dal Regolamento e pari a circa il 7,6% del valore complessivo delle operazioni.

Nelle Tavole 4, 5, 6 e 7 sono rispettivamente rappresentati:

- il numero e il valore delle operazioni di concentrazione potenzialmente impattate dal Regolamento, distinguendo tra le principali tipologie delle stesse ⁽²³⁾;
- l'evoluzione nel periodo considerato del valore complessivo delle operazioni potenzialmente impattate;
- il numero e il valore delle operazioni potenzialmente impattate dal Regolamento che hanno coinvolto imprese acquirenti estere, distinguendo tra le principali tipologie delle stesse;
- l'evoluzione nel periodo considerato del valore complessivo delle operazioni di concentrazione potenzialmente impattate dal Regolamento che hanno coinvolto imprese acquirenti estere.

Tavola 4. Numero e valore delle operazioni di concentrazione in Italia potenzialmente impattate dal Regolamento (2013-2023). Milioni di Euro.

	Numero di operazioni	Valore delle operazioni
Acquisizioni partecipazioni	156	111.010
Institutional buy-out	40	54.671
Totale	196	165.681

Fonte: Elaborazione degli autori su dati Zephyr (BVD)

Tavola 5. Il valore complessivo per settore delle operazioni di concentrazione in Italia potenzialmente impattate dal Regolamento (2013-2023). Milioni di Euro.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Percentuale settoriale sul totale delle operazioni
Banks	0	0	0	0	4.114	0	55	5.520	862	0	470	69,9%
Chemicals, rubber, plastics, non-metallic products	354	0	5.763	0	1.150	69	88	0	100	0	1.510	26,3%
Construction	657	1	968	128	0	650	326	1	0	41.110	0	74,4%
Education, Health	0	0	0	0	375	0	0	0	0	0	0	16,0%
Food, beverages, tobacco	0	0	278	40	520	303	196	0	100	723	43	30,1%
Gas, Water, Electricity	3	0	2.000	0	0	0	0	1.030	0	2.167	0	23,3%
Hotels & restaurants	150	390	0	0	4	0	0	0	17	0	1.944	51,2%
Insurance companies	0	24	0	0	180	475	0	0	1.838	609	393	41,6%
Machinery, equipment, furniture, recycling	336	761	10.057	701	120	17.906	6.372	0	153	12	194	63,6%
Metals & metal products	26	1.269	0	0	0	0	0	1	8	2.025	7	30,0%
Other	219	0	0	0	4	8	0	0	0	1.000	1	24,4%
Other financials	2.477	3.555	25	356	297	1.289	38	508	250	3.593	233	18,3%

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Percentuale settoriale sul totale delle operazioni
Post and telecommunications	0	0	0	21.800	0	0	0	0	0	0	0	77,4%
Primary Sector (agriculture, mining, etc.)	0	316	0	0	0	93	0	30	0	0	0	32,7%
Public administration and defence	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0%
Publishing, printing	14	0	0	1.056	13	210	0	103	1.600	23	11	60,9%
Textiles, wearing apparel, leather	0	0	14	1.221	17	0	0	0	356	104	527	20,5%
Transport	0	60	0	55	0	0	0	0	250	0	0	4,3%
Wholesale & retail trade	77	195	1.760	0	173	3.422	17	0	0	0	0	36,4%
Wood, cork, paper	0	0	0	0	0	0	0	0	365	0	300	43,7%
Totale	4.313	6.571	20.864	25.358	6.967	24.424	7.094	7.192	5.900	51.366	5.632	45,0%
Percentuale sul totale delle operazioni	24,5%	37,6%	53,6%	57,4%	26,6%	44,8%	33,8%	34,5%	19,2%	59,2%	57,6%	

Fonte: Elaborazione degli autori su dati Zephyr (BVD). Note: l'anno 2023 è considerato fino al 30 giugno

Tavola 6. Numero e valore delle operazioni di concentrazione in Italia potenzialmente impattate dal Regolamento e che hanno coinvolto imprese acquirenti estere (2013-2023). Milioni di Euro.

	Numero di operazioni	Valore delle operazioni
Acquisizioni partecipazioni	38	20.638
Institutional buy-out	15	7.448
Totale	53	28.085

Fonte: Elaborazione degli autori su dati Zephyr (BVD)

Tavola 7. Il valore complessivo per settore delle operazioni di concentrazione in Italia potenzialmente impattate dal Regolamento e che hanno coinvolto imprese acquirenti estere (2013-2023). Milioni di Euro.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Percentuale settoriale sul totale delle operazioni
Banks	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0%
Chemicals, rubber, plastics, non-metallic products	340	0	107	0	700	0	88	0	0	0	0	10,6%
Construction	0	0	0	0	0	0	0	0	0	140	0	8,5%
Education, Health	0	0	0	0	375	0	0	0	0	0	0	65,5%
Food, beverages, tobacco	0	0	0	0	520	300	196	0	0	400	0	39,3%
Gas, Water, Electricity	0	0	2.000	0	0	0	0	0	0	595	0	63,7%
Hotels & restaurants	150	0	0	0	4	0	0	0	17	0	1.944	62,2%
Insurance companies	0	0	0	0	0	0	0	0	0	300	0	41,8%
Machinery, equipment, furniture, recycling	302	0	42	690	120	0	5.800	0	113	0	177	37,5%
Metals & metal products	26	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,6%
Other	0	0	0	0	0	8	0	0	0	0	0	0,4%
Other financials	1.271	3.532	25	6	0	81	0	55	0	2.000	23	37,6%
Post and telecommunications	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0%
Primary Sector (agriculture, mining, etc.)	0	0	0	0	0	93	0	0	0	0	0	17,3%
Public administration and defence	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Publishing, printing	0	0	0	0	0	0	0	0	1.600	0	0	92,4%
Textiles, wearing apparel, leather	0	0	0	1.221	0	0	0	0	356	104	25	30,3%
Transport	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,0%
Wholesale & retail trade	0	182	1.758	0	0	0	0	0	0	0	0	32,7%
Wood, cork, paper	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	300	88,2%
Totale	2.089	3.714	3.932	1.917	1.719	482	6.084	55	2.086	3.539	2.469	7,6%
Percentuale sul totale delle operazioni	11,9%	21,2%	10,1%	4,3%	6,6%	0,9%	29,0%	0,3%	6,8%	4,1%	25,3%	

Fonte: Elaborazione degli autori su dati Zephyr (BVD). Note: l'anno 2023 è considerato fino al 30 giugno

Se si guarda ai diversi settori si nota, in particolare, che:

- negli ultimi dieci anni i settori che hanno registrato il maggiore valore complessivo delle transazioni potenzialmente impattate dal Regolamento sono i seguenti: “Other financials”, “Construction”, “Post and telecommunications”, “Machinery, equipment, furniture, recycling” e “Banks”;
- negli ultimi dieci anni, i settori “Banks”, “Construction” e “Post and telecommunications” sono quelli nei quali l’incidenza del valore complessivo delle operazioni potenzialmente impattate dal Regolamento sul valore complessivo delle operazioni completate è più alta;
- per quanto riguarda le operazioni che hanno coinvolto imprese acquirenti estere, i settori che hanno registrato il maggiore valore complessivo delle transazioni sono, invece, i seguenti: “Other financials”, “Machinery, equipment, furniture, recycling” e “Gas, Water, Electricity”.

Conclusioni

L’introduzione del Regolamento e dei relativi obblighi di notifica comportano un impatto potenzialmente significativo sulle operazioni di concentrazione e sulle procedure di appalto pubblico (quali momenti individuati dalla Commissione Europea in cui le sovvenzioni estere possono potenzialmente determinare una distorsione del mercato interno), prevedendo la possibilità per la Commissione di implementare sanzioni di varia entità, fino al divieto della concentrazione o alla mancata aggiudicazione della gara pubblica d’appalto.

Le imprese potenzialmente interessate dal Regolamento si dovranno, pertanto, munire di adeguati strumenti ai fini di (i) individuare e quantificare i contributi finanziari concessi sotto le diverse forme, nonché (ii) predisporre tutta la documentazione / il dossier / il file da presentare alla Commissione Europea per adempiere agli obblighi di notifica relativi alle concentrazioni e alle procedure di appalto pubblico.

Per quanto riguarda le operazioni di concentrazione, nell’analisi di impatto del Regolamento la Commissione ha stimato che un numero limitato di operazioni di concentrazione saranno soggette agli obblighi di notifica, individuandone circa 30 all’anno tra il 2015 e il 2019. Al fine di quantificare il potenziale impatto del Regolamento sulle operazioni di concentrazione in Italia abbiamo effettuato un’analisi analoga a quella condotta dalla Commissione. La nostra analisi indica che: (i) almeno 196 delle operazioni di concentrazione che si sono concluse in Italia tra il 2013 e il 2023 avrebbero superato le soglie minime in termini di fatturato definite dal Regolamento; (ii) di queste, le operazioni che hanno coinvolto imprese estere sono state 53, pari a circa 5 operazioni all’anno.

Riteniamo, tuttavia, che per valutare gli effetti del Regolamento sul mercato interno, e in particolar modo in Italia, occorrerà aspettare la concreta applicazione del Regolamento ed effettuare un’analisi puntuale non solo degli aspetti competitivi, ma anche degli effetti più generali sui tempi e le condizioni delle operazioni di concentrazione soggette al Regolamento, la loro frequenza e, più in generale, sulla crescita dei settori economici interessati e il loro livello di innovatività.

⁴ Regolamento (UE) 2022 / 2023 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 relativo alle sovvenzioni estere distorsive del mercato interno (OJ L 330, 23.12.2022, p. 1-45).

⁵ Vale a dire, anche mediante un soggetto privato le cui azioni sono attribuibili al Paese terzo.

⁶ Il potere di avviare indagini ex officio da parte della Commissione decorre dal 12 luglio 2023, data di entrata in vigore del Regolamento, mentre gli obblighi di notifica per le imprese si applicano dal 12 ottobre 2023.

⁷ Nel documento di valutazione di impatto del nuovo Regolamento, la Commissione fornisce alcuni esempi illustrativi delle situazioni descritte (si veda Commission Staff WD Impact Assessment, SWD (2021) 99 final).

⁸ Analogamente, il Regolamento individua una zona di cd. safe harbour, ovvero di presunzione di non illiceità di un contributo finanziario. In linea generale, si considera improbabile che le sovvenzioni estere non superiori a 4 milioni di Euro nell'arco di tre anni consecutivi provochino distorsioni sul mercato interno.

⁹ Per promuovere la prevedibilità del quadro giuridico, alla Commissione è affidato il compito di pubblicare entro due anni dall'adozione del Regolamento (12 gennaio 2026) orientamenti sugli elementi fondamentali del sistema di controllo: criteri per determinare l'esistenza della distorsione; applicazione della valutazione comparata; potere di richiedere la notifica preventiva delle concentrazioni o dei contributi esteri nell'ambito di una procedura di appalto pubblico. Gli orientamenti saranno poi oggetto di aggiornamento periodico.

¹⁰ In caso di appalti divisi in lotti, si considera un valore del lotto o valore totale di tutti i lotti oggetto di offerta pari a 125 milioni di Euro. Il Regolamento si applica a decorrere dal 12 luglio 2023 in relazione alle sovvenzioni estere concesse nei cinque anni precedenti e che siano distorsive del mercato interno dopo tale data. Per le concentrazioni o i contributi finanziari esteri nell'ambito di procedure di appalto che sono soggetti a notifica a norma del Regolamento, il Regolamento si applica ai contributi finanziari esteri concessi nei tre anni precedenti al 12 luglio 2023. È espressamente esclusa l'applicazione alle concentrazioni per le quali la conclusione dell'accordo, l'annuncio dell'offerta pubblica o l'acquisizione di una partecipazione di controllo siano avvenuti prima del 12 luglio 2023, nonché agli appalti pubblici aggiudicati o alle procedure di appalto pubblico avviate prima del 12 luglio 2023.

¹¹ Anche nel caso delle procedure di appalto, la Commissione ha il potere di richiedere la notifica dei contributi finanziari esteri nel corso di una procedura di appalto anche al di sotto delle soglie stabilite, qualora vi sia un sospetto di impatto distorsivo.

¹² Regolamento di esecuzione (UE) 2023/1441 della Commissione, del 10 luglio 2023, recante modalità dettagliate di attuazione da parte della Commissione delle procedure a norma del Regolamento (UE) 2022/2560 del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle sovvenzioni estere distorsive del mercato interno (GU UE L 177/1 del 12.07.2023).

¹³ Il regolamento di esecuzione chiarisce anche una serie di aspetti procedurali relativi, in particolare, alle indagini d'ufficio, compresi i termini entro i quali le imprese possono presentare osservazioni, e alle modalità di interazione tra la Commissione e le imprese.

¹⁴ Si tratta, ad esempio, di differimenti del pagamento delle imposte o dei contributi previdenziali, di condoni ed esenzioni fiscali e regole normali di ammortamento e di riporto a nuovo delle perdite di applicazione generale. O ancora di applicazione di sgravi fiscali per evitare la doppia imposizione, nonché della fornitura / acquisto di beni / servizi (esclusi quelli finanziari) a condizioni di mercato (ad esempio, effettuati a seguito di una procedura di gara competitiva, trasparente e non discriminatoria). Da ultimo, tutti i contributi finanziari esteri il cui importo (individuale) non superi 1 milione di Euro.

¹⁵ Commissione Europea (2021), Impact Assessment accompanying the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on foreign subsidies distorting the internal market, SWD (2021) 99 final.

¹⁶ A causa dell'assenza di una banca dati strutturata sulle sovvenzioni estere in Europa, la Commissione ha utilizzato fonti diverse e stimato il possibile ammontare e origine dei finanziamenti esteri sulla base delle imprese europee acquisite da imprese pubbliche o private provenienti da Paesi terzi.

¹⁷ Commissione Europea (2021), Impact Assessment accompanying the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on foreign subsidies distorting the internal market, SWD (2021) 99 final, scenario "Option b4 (Notification with high EU turnover threshold)", p. 52.

¹⁸ L'analisi si basa su dati Zephyr (BVD) e prende a riferimento le operazioni che hanno determinato un trasferimento del controllo avvenute tra l'1 gennaio 2013 e il 30 giugno 2023, che hanno coinvolto una società italiana in qualità di impresa target e per cui è disponibile il valore dell'operazione. Ai fini dell'analisi, non disponendo di informazioni sull'articolazione geografica dei ricavi delle imprese target, si è ipotizzato che l'intero fatturato delle stesse sia stato convenzionalmente generato nell'Unione Europea.

¹⁹ La classificazione delle operazioni nelle diverse tipologie è quella proposta da Zephyr (BVD).

²⁰ Il settore di riferimento è quello dell'impresa target. La classificazione delle società nei diversi settori è quella proposta da Zephyr (BVD).

²¹ Articolo 20, paragrafo 1.

²² Articolo 20, paragrafo 3.

²³ Come già scritto, la classificazione delle società nei diversi settori è quella proposta da Zephyr (BVD).

Sul ritorno del capitale investito in azienda

CAMBIO DI PARADIGMA NELLA LETTURA E UTILIZZO DEI DATI IN AZIENDA.
VERSO UN MODELLO DI ALLOCAZIONE DEL CAPITALE PER LA CREAZIONE DI VALORE.
IMPLICAZIONI OPERATIVE E AMBITI DI APPLICAZIONE.

di Riccardo Bombardini

Direttore Strategie e Controllo di Gruppo, MSC Società di Partecipazione tra Lavoratori SpA

Premessa

La maggior parte della letteratura definisce il Ritorno sul Capitale Investito (ROCE in inglese), senza però approfondire l'argomento né ricavare o proporre un modello o un approccio pratico su come adottarlo, in modo proficuo, e adattare le aziende per ottenere il massimo da una misura così semplice da usare, intuitiva e definitiva della performance aziendale. In questo articolo proponiamo uno studio empirico e un modello di riferimento sull'argomento, con collegamenti alla Teoria del Consumatore, basato su un'ampia esperienza, suggerendo e proponendo un'evoluzione graduale e progressiva dei paradigmi aziendali nella lettura e nello sfruttamento interno dei dati finanziari, per ottenere una visione più chiara e semplice delle performance effettive e aprire la strada a un approccio di pianificazione strategica più concentrato sugli obiettivi principali e sul perseguimento della redditività del capitale, migliorando così il percorso di creazione del valore aziendale.

Il campo da gioco e le sue regole

Esiste un gap culturale e informativo abbastanza endemico nelle aziende nel rispondere in modo esauriente alla domanda “quanto rende il mio capitale investito?”. Gap culturale che è dovuto sia alle stranezze degli ultimi decenni in relazione alla struttura dei tassi molto bassa (da cui il relativo poco costo delle fonti di finanziamento, un mondo ormai evoluto che impone alle aziende riflessioni serie: il tema torna ancora più d'attualità in questi tempi), sia a una cultura generale della finanza d'impresa non sufficientemente focalizzata su queste tematiche, ovvero sbilanciata sulle grandezze economiche (le aziende oggi analizzano minuziosamente i vari contribution, gross margin ed EBITDA) e meno attenta al rapporto endogeno tra aggregati economici (i.e. i margini) e patrimoniali (i.e. il capitale investito), che, per l'appunto, è la redditività. Alla domanda “quanto margina il business?”, gli uffici deputati al controllo di gestione riescono a fornire risposte molto dettagliate, suddivisioni per area geografica, per line-of-business, per prodotto, distinte tra consuntivo, budget, forecast, business plan, ecc. Risultano meno immediate le risposte a domande quali “dove e come è allocato il capitale?”, “quanto rende il capitale a livello di azienda e poi diviso per mercato-prodotto-area di business ecc.?”. Poche aziende hanno sotto controllo in modo scientifico e sistematico questi aspetti, anche se dirimenti per la vita dell'azienda. Avere il ritorno sul capitale superiore al suo costo, cela va sans dire, è vitale. Non è solo un termometro “definitivo” del reale andamento di una azienda, ma, opportunamente adattato, diventa anche strumento di supporto alle scelte e decisioni strategiche.

Il confronto, puntuale o di trend, tra ritorno sul capitale investito netto e costo medio ponderato del capitale (WACC nell'acronimo inglese) di per sé non richiede un impegno particolare, bastano poche, buone e consolidate conoscenze di finanza per applicarlo, conoscenze che ogni laureato in materie economiche possiede nel proprio bagaglio di conoscenze. Il WACC permette di ottenere una prima macro indicazione sul rapporto tra redditività e costo del capitale. Grazie a tale confronto scaturiscono le prime riflessioni che il management deve fare e le prime macro azioni o reazioni da porre in atto, se, ad esempio, il dato restituisce un rendimento strutturalmente (e non su base temporanea) inferiore al costo del capitale, da cui un drenaggio o non-creazione di valore per gli azionisti in primis, e a cascata, per tutti gli stakeholders.

La potenza delle teorie economiche sottostanti, oltre alla possibilità di utilizzare il dato in maniera immediata, rende vincente ed entusiasmante l'applicazione pratica del modello proposto in questo articolo, incentrato sulla semplice idea di analizzare e ragionare in via sempre crescente per legare in modo univoco dati economici a patrimoniali. In azienda, si sa, servono cose semplici, pratiche, di pronto utilizzo, per risolvere problemi quotidiani, anche spiccioli. Basta, quindi, davvero poco per quantificare questa informazione quanto meno nella sua veste basilica. Si inizia così a creare quella giusta consapevolezza sul tema quantificando e codificando l'informazione, aprendo il campo a successive riflessioni. Questo primo passo su una view

complessiva dell'azienda è già un ottimo viatico. Più lunga è invece la sua implementazione in profondità, quale step successivo, al fine di ottenere dati che misurino sistematicamente anche livelli intermedi di redditività del capitale ad esempio per prodotto, mercato, area strategica di affari, area geografica, con un unico impianto che raccordi il tutto, andando ancora poi oltre nelle applicazioni, diventando così modello di pianificazione strategica o anche, ad esempio, piattaforma che supporti HR nel piano di incentivazione delle performance.

Sono scelte da fare, non sono obblighi, che passano da una necessaria analisi di costo / beneficio, che, a parere di chi scrive, è vincente. La difficoltà maggiore, in realtà, consiste nell'incastare tale nuovo approccio su un "treno in piena corsa" e con risorse finite (il tempo in primis), abituate come sono le aziende a seguire percorsi già tracciati tendenzialmente in modo ripetitivo, anche per economia di tempo nei processi. Lasciare il certo per l'incerto, in sintesi. La conoscenza, tuttavia, non è mai tempo perso. Richiede a monte analisi, processi decisionali articolati, investimenti in tempo / denaro. Occorre che vi sia una consapevolezza e il convincimento che il cambio di paradigma di sfruttamento dei dati porti a uno stadio ulteriore la conoscenza e a una qualità informativa che faccia fare un passo avanti all'azienda, da cui scaturisce la concreta volontà di applicarlo, supportando adeguatamente il processo di change management.

Passiamo ora alla esplicitazione del paradigma.

Il cambio di paradigma: un modello di redditività in azienda

L'argomento del Ritorno sul Capitale Investito o ROCE nell'acronimo inglese (Return on Capital Employed) non è certo cosa nuova. Si trova profusione di materiale sul tema sul web e in letteratura prettamente accademica in materia di finanza. La formula di base è nota, ben spiegata nella sua derivazione algebrica e nel suo significato di massima, decisamente meno in ambito operativo, nella pratica delle aziende, dove rimane una formula non agganciata ad applicazioni pratiche. Tendenzialmente non ci si spinge oltre la spiegazione della formula in sé, quasi dovesse rimanere esclusivamente sui libri. Il ROCE ristagna in ambito puramente accademico e come tale rimane, alla fine dei giochi, poco più che un concetto teorico.

Questo contributo ha quindi l'ambizione di aprire un varco e creare quella necessaria attenzione sull'argomento, sia in ambito accademico sia in ambito di pratica aziendale, per un suo concreto utilizzo in modo pervasivo, dall'utilizzo basilare a quello di maggiore complessità nelle organizzazioni economiche che sottostanno alle rigide regole della competizione e del mercato, nel quale si crea quella necessaria tensione tra redditività del capitale investito e il relativo costo della relativa provvista del medesimo capitale.

Come ben sappiamo, il ROCE è dato dal rapporto tra, a numeratore, l'EBIT al netto delle imposte calcolate sul risultato operativo, in sostanza il NOPAT e, a denominatore, il CIN (capitale investito netto), ovvero il saldo netto delle varie poste attive e passive diverse da fonti di finanziamento onerose, quali sono il patrimonio netto con il suo costo-opportunità intrinseco (il K_e che si deriva dalla ben nota formula del Capital Asset Pricing Model), debito bancario, debito obbligazionario, ecc.

Il rapporto si sostanzia, quindi, tra una grandezza di flusso, quale è il conto economico e una di stock quale è lo stato patrimoniale. In formula:

$$\text{ROCE \%} = \frac{\text{EBIT} \cdot (1 - \text{Tax Rate \%})}{\text{CIN}}$$

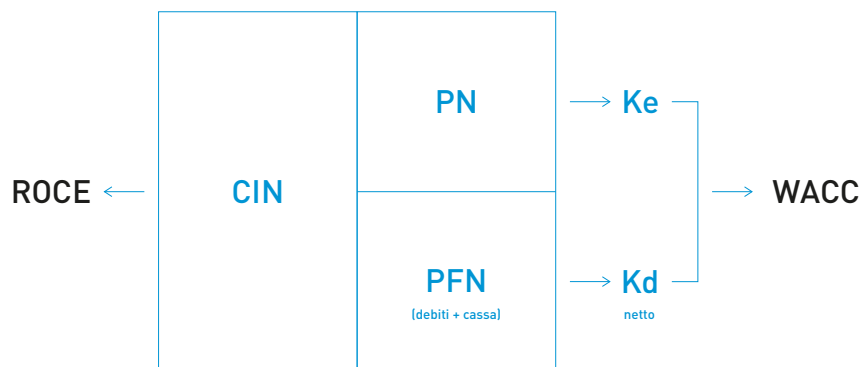
L'EBIT (Earnings Before Interests and Taxes), aggregato economico che peraltro mette d'accordo molti sulla sua definizione rispetto al più indefinito EBITDA, esprime il risultato operativo ossia la risultante tra ricavi meno costi monetari e non legati all'attività industriale o caratteristica, prima di tutte le poste legate a fonti finanziarie e imposte. Il dato di EBIT, essendo un dato di flusso, deve essere sempre espresso su base annua, ossia su 12 mesi rolling (quindi al 31 dicembre oppure su base last twelve months, LTM) per poterlo poi riportare al dato patrimoniale, che è di stock, come si diceva prima.

Le imposte, così come ci ricorda la formula, sono in realtà già considerate al numeratore poiché ipotizzate quale elemento intrinseco alla produzione e al risultato operativo al quale sono commisurate. Per via di tale considerazione, pertanto, il tax rate va convenzionalmente rapportato all'EBIT e non all'EBT (Earnings Before Taxes). Si potrà poi disquisire se il tax rate applicato deve essere espresso su base storica, piuttosto che su un dato puntuale, piuttosto ancora che su un tax rate medio atteso prospettico. Lasciamo per ora questo tema aperto, in quanto influisce poco sulla presentazione dell'impianto metodologico.

La formula del ROCE esclude solamente gli oneri finanziari, poiché sono ripresi nel parametro di confronto del ROCE, ossia nel calcolo del WACC. In questo modo, il cerchio dei dati si richiude, diventando un modello dove ogni valore dell'azienda è adeguatamente mappato e quantificato.

Il CIN, per converso, a denominatore, rappresenta l'ammontare netto (saldo delle poste attive e passive) del capitale investito complessivo, diverso dalle fonti di finanziamento onerose. Tale aggregato, pertanto, considera ogni posta attiva e passiva, espressa come valore netto delle stesse, diversa dal Patrimonio Netto e dalla PFN (Posizione Finanziaria Netta, intesa quale saldo tra debiti finanziari lordi e cassa netta), laddove $CIN = PN + PFN$. Il CIN, pertanto, raccoglie ogni singola posta investita in azienda, a vario titolo e con vario grado di immobilizzazione, necessaria a "far funzionare la macchina": dagli investimenti fissi o circolanti, al capitale netto operativo circolante (CCON, ossia saldo tra crediti (Clienti), debiti (Fornitori) commerciali e magazzino), avviamento, TFR, fondi rischi, attivo / passivo verso l'Erario o verso i dipendenti, ecc.). La Tavola 1 sintetizza le macro variabili in campo.

Tavola 1. Gli aggregati in gioco. Redditività del capitale vs Costo medio ponderato del capitale



Il risultato del rapporto tra EBIT al netto del tax rate e il CIN, come anzidetto, restituisce un risultato che esprime una percentuale di redditività del capitale investito, ossia un indice di rendimento dello stesso. Più il valore dell'indice ROCE è alto e più il rendimento del capitale (espresso in termini percentuali) è elevato, e con tutta evidenza, il dato è relativo. Quindi, per ogni 100 euro investiti di capitale netto, a un rendimento del capitale pari, ad esempio, al 5%, equivalgono a 5 euro nozionali di valore creati in quell'anno. Il dato in sé, in quanto a bontà, potrebbe non essere un dato "parlante" se non fosse raffrontato al costo della provvista di quel medesimo capitale necessario per "far funzionare la macchina". Potrebbe non essere sufficientemente alto a remunerare un costo della provvista che è superiore al valore del rendimento estratto dal suo impiego. Un capitale investito netto di 100 euro che rende all'anno un 5% non basta a remunerare le varie fonti di provvista che ne hanno permesso possibile l'investimento, di pari valore assoluto, se queste costano, ad esempio, un 7% annuo all'azienda. In caso di costo del capitale, invece, pari al 3%, con un ROCE al 5% è più che sufficiente ad accrescere il valore dell'azienda. Risulta essere questa la relatività poc'anzi espressa. In questo caso il delta negativo di 2 punti percentuali crea uno squilibrio, uno scompenso di valore che comporta una perdita di valore nozionale annua. Tale gap risulta spesso inosservato, poiché non crea particolari tensioni di cassa, in quanto non basta un singolo anno di squilibrio per poter apprezzare il divario che si crea tra il valore dell'impresa e la sua capacità di produrre quel "qualcosa in più" rispetto all'anno precedente. Ed è ancora su questo aspetto che occorre fermarsi per riflettere in maniera da acquisire, le informazioni necessarie a fotografare la situazione.

L'ampia letteratura finanziaria e la pratica professionale aiutano molto nell'individuazione e nello studio della metodologia di calcolo puntuale del costo medio ponderato del capitale, nota per l'appunto, con l'acronimo WACC (Weighted Average Cost of Capital). Non ci soffermeremo a lungo pertanto su questo tema, dandolo per noto, se non ricordando solamente che esso esprime la media ponderata del costo della provvista, sia capitale proprio o di terzi, anche questa espressa in percentuale e che ogni azienda dovrebbe calcolare, al pari del ROCE, il suo WACC.

Risulta pertanto che la creazione di valore di ogni unità economica organizzata debba sottostare alla seguente regola basilare, peraltro molto intuitiva e logica:

$$\text{ROCE} \geq \text{WACC}$$

Ogni unità di capitale investito deve rendere un qualcosa in più, o alla peggio pari, rispetto al suo costo implicito di provvista. Tanto più il differenziale tra i due è alto tanto più l'unità economica sotto esame (che essa sia un Gruppo, un'azienda, un ramo di azienda, una business unit, un prodotto o un servizio, ecc.) crea valore; viceversa, si va nel senso opposto.

Ora, tutto è molto chiaro e intuitivo nella teoria, sui libri di testo, visto che sarebbe equivalente a dire che i ricavi debbano essere maggiori dei costi o le entrate superiori alle uscite.

Nella pratica aziendale diffusa, però, le cose sono ancora un passo indietro e abbastanza inesplorate. Non vi è una cultura diffusa sulla materia, se non forse nelle grandissime aziende che immobilizzano somme ingenti di capitali (ad esempio nelle industrie petrolifere / energetiche, automotive, chimiche, ecc.).

Diverse aziende, per la verità (ad esempio quelle che hanno adottato i principi contabili IFRS), calcolano il WACC per motivi di impairment test degli avviamenti (i cui sottostanti vanno peraltro esplicitati in nota integrativa) e qui si fermano, come se il dato rivestisse solamente una rilevanza statistica. Il ROCE non costituisce informazione obbligatoria da fornire nell'ambito della redazione della nota integrativa, quindi, le aziende che eventualmente lo calcolano non ne fanno certo pubblicità, vista anche l'intimità che può assumere il dato.

Quello che si osserva, invece, nella pratica aziendale corrente è ancora una forte sproporzione di focus del management sulla sfera economica, sull'analisi di marginalità finanche alla più piccola unità organizzativa. Il livello di dettaglio e presidio che ormai hanno raggiunto i sistemi di controllo di gestione aziendali sulla parte di conto economico di commessa, di prodotto, di impianto, ecc. è davvero importante e quasi molecolare; si iscrivono sull'onda sia delle best practices internazionali, che a loro volta sono sicuramente tributarie dai contributi dalla grande scuola italiana di economia aziendale e contabilità analitica (tra cui si ricordano i contributi di Gino Zappa agli studi aziendalistici), così come implementati nella pratica aziendale negli anni Sessanta / Settanta del Novecento.

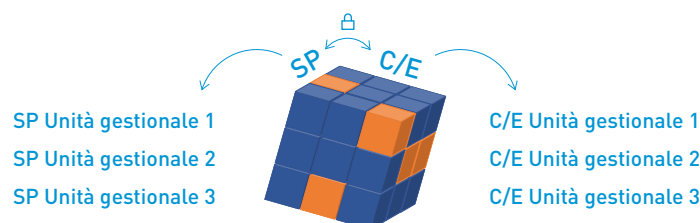
Ci piace qui ricordare, infine, come un altro italiano, Fra Luca Pacioli, nel lontano 1494, oltre a pubblicare quel trattato che gli ha valso il titolo di inventore della partita doppia, ha probabilmente insegnato, in maniera indiretta, a monaci e frati dei vari ordini a redigere ad esempio i c.d. "libri dei fitti" (dove si registravano i "livelli", ossia i contratti agrari terreni concessi in affitto, dietro pagamento di un fitto e annessi obblighi) distinguendovi e quantificandovi per ogni cespite i valori dei "capitali" investiti e il loro relativo "frutto"... Il ritorno sul capitale investito, ante litteram.

Occorre, quindi, istituire un presidio conoscitivo che sistematicamente legga e leghi i due dati, in un unicum, attraverso un'attività di reporting dedicata e ben tarata sulla realtà oggetto di osservazione. Il cambio di paradigma proposto passa da questo semplice e iniziale step.

Il dato di redditività dell'azienda sopra o sotto WACC è di intuitiva e immediata comprensione, a prescindere dall'estrazione operativa o finance. Alcuni aggregati singoli, invece, tutti importanti, come l'EBITDA o la PFN, riassunti nell'indicatore di leva, possono non essere letti allo stesso modo, oppure possono apparire troppo distanti rispetto all'ambito quotidiano più ristretto di ognuno. La novità pratica che si suggerisce ha anche il compito di ovviare a questa distanza di lettura dell'azienda. La caratteristica dell'impianto proposto è che sintetizza e coniuga in modo intuitivo, il rigore scientifico sui numeri con una loro rappresentazione in un sistema "parlante", permettendo di trovare un comune punto di raccordo che condensi e cristallizzi l'andamento e la fissazione di obiettivi, con la stessa metrica per tutti.

Immaginiamoci ora l'azienda come fosse un edificio fatto di tanti mattoni di due sole tipologie: alcuni individuano la dimensione patrimoniale, altri la dimensione economica. L'edificio è composto da più piani, ognuno dei quali rappresenta, a seconda delle esigenze di rappresentazione gestionali interne, un'aggregazione economica intermedia e inferiore rispetto all'azienda (ad esempio un'area geografica, una business unit, un portafoglio di prodotti, un insieme di servizi, un insieme di commesse, ecc.) tramite allocazione specifica e univoca di poste economiche e patrimoniali corrispondenti (vedi Tavola 2). Tanto più è articolata gestionalmente l'azienda, tanti più piani avrà il cubo dati che si andrà così a formare. Infine, vi sarà un piano, anch'esso fatto degli stessi mattoni di cui sopra, per rappresentare la parte G&A, ovvero la parte di ricavi e costi e poste patrimoniali centrali (gli overheads) non allocabili ai piani oppure allocabili, ma con basi di imputazioni talmente arbitrarie da rendere l'esercizio poco significativo.

Tavola 2. I "mattoni" economici e patrimoniali, qui rappresentati in due colori diversi, sono univocamente abbinati a "oggetti" gestionali



L'insieme dei piani rappresenta l'azienda nella sua interezza e la somma di ogni singolo "mattoncino economico" ci riporta, in somma, all'EBIT, mentre la somma di tutti i "mattoncini patrimoniali" ci riportano, in somma, al CIN. Allo stesso modo, la somma di tutti i mattoncini con natura economica e patrimoniale per ogni piano ci riporta a un sub aggregato economico e patrimoniale distinto per ciascuna sub unità organizzativa o per oggetto di analisi (vedi Tavola 3).

Tavola 3. Schema logico di suddivisione, raccordo e assemblaggio dei "mattoncini" in quadratura con la contabilità generale (EBIT e CIN)



Ogni singolo piano rappresenta per l'azienda una unità organizzativa ben identificabile, tale da rappresentare per la stessa un oggetto di analisi sufficientemente significativo di una unità dotata di un presidio e governo locale. Sul singolo piano l'aggregato risultante dalla somma di ricavi e costi specifici non rappresenta più l'EBIT bensì un suo sotto aggregato, un contribution margin (ricavi meno costi diretti, inclusi gli ammortamenti specifici) o un gross margin (ricavi meno costi diretti ed indiretti) a seconda della disaggregazione gestionale in base alla quale i dati vengono allocati mentre le poste patrimoniali direttamente allocabili rappresenteranno un sub aggregato del CIN aziendale complessivo. La somma di tutti i piani gestionali, compreso quello afferente ai G&A, deve riportare in quadratura con il dato di EBIT e di CIN ottenuto indicato in contabilità generale (vedi Tavola 6).

Se, pertanto, l'intero edificio assomma, in valore assoluto, all'EBIT e al CIN e ci riconduce alla redditività dell'azienda misurata dal ROCE, a ogni singolo piano corrisponderà una porzione del dato complessivo di redditività aziendale.

La "rivoluzione" proposta è data dall'introduzione di un modello di misurazione graduato e progressivo (dal singolo piano all'edificio intero e viceversa) per la rilevazione della redditività del capitale investito, che associ in modo univoco a "oggetti" o gruppi di oggetti poste economiche e patrimoniali, sia a consuntivo sia in fase di definizione di obiettivi, tramite allocazione preventiva del capitale. Ciò permette di ottenere uno strumento di comprensione immediata e sintesi, con una sufficiente profondità sulle performance puntuali e storiche dell'azienda e, per altro verso, in grado di restituire la misura puntuale delle performance individuali dei singoli oggetti dell'azienda.

Laddove nel modello di misurazione:

- per "oggetto" si intende ogni elemento sufficientemente rappresentativo di una realtà che sia oggetto di uno specifico presidio / governo a cui sono allocabili in modo univoco e diretto poste economiche e patrimoniali;
- ogni "oggetto" origina un consuntivo (actual) ed è base di definizione di obiettivi (goal setting) in ottica di «recinto chiuso» dove ogni azione o gruppo di azioni riportano e concorrono, pro-quota, in risalita, all'azienda nella sua totalità;
- a cascata, è possibile leggere agevolmente dall'oggetto più piccolo di analisi via via risalendo all'azienda e viceversa, sempre in ottica secondo una logica di waterfall del dato;
- viene modulata la granularità delle allocazioni economico-patrimoniali in linea con la

rappresentazione gestionale che l'azienda si è data, riflesso delle complessità e degli oggetti da porre sotto osservazione;

- lo strumento del cubo dati è anche gestibile tramite un “semplice” file di Excel (supportato da un sistema ERP sottostante), che assembli tutte le informazioni utili e permetta una facile, pratica rappresentazione della “geografia” aziendale.

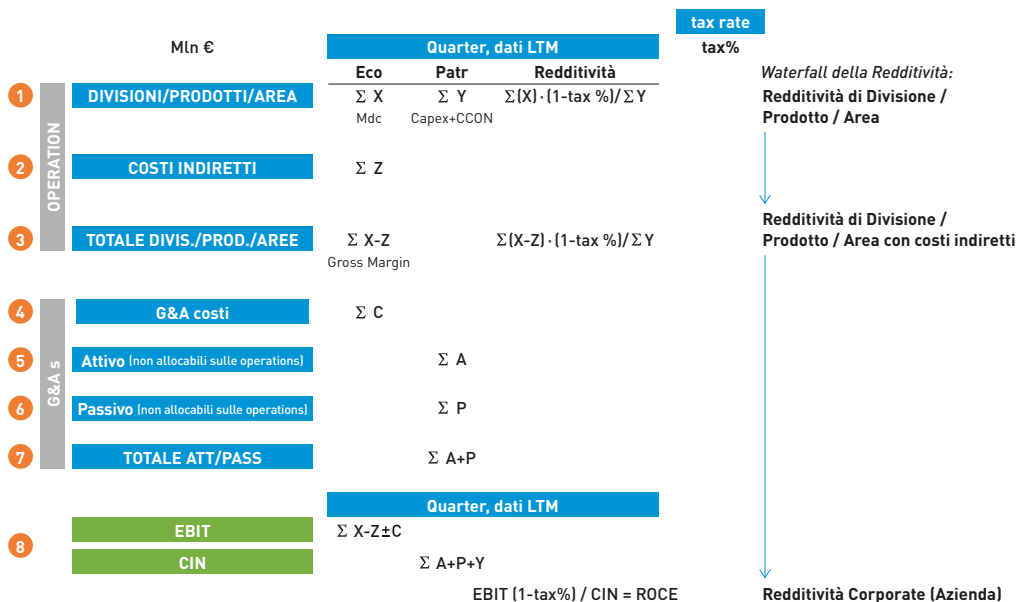
La sequenza logica di disegno e sviluppo dell'impianto a ROCE, prevede come primo e fondamentale passo la creazione del database (il cubo dati) di cui si diceva prima, il quale si popolerà di informazioni a ogni chiusura di periodo sulla base di una segmentazione gestionale individuata della direzione aziendale, dove si allocano per ogni elemento del cubo in modo univoco ricavi / costi ed elementi patrimoniali specifici, lasciando al “piano” G&A tutti gli elementi di conto economico e di stato patrimoniale di competenza di questo oppure che risultino difficilmente allocabili, ad esempio, per via di basi di imputazioni troppo arbitrarie.

Si può poi immaginare un'ulteriore sotto porzione del cubo dati che rilevi e recepisca le allocazioni, i dati economico-patrimoniali afferenti ai singoli sotto oggetti individuati, ad es. i singoli sottoprodotti o sottoservizi, le singole sotto aree geografiche, e così via, allo stesso modo di quanto fatto con l'oggetto di gerarchia organizzativa superiore.

Uno strumento siffatto rappresenta il cuore informativo del modello proposto in questo contributo. Da questo cubo dati discendono varie possibili analisi e strumenti o “pacchetti” informativi con ricadute operative o strategiche di cui diremo fra poco.

Una prima considerazione che qui possiamo fare è come, con questo strumento, ben avviato e in piena quadratura col dato di contabilità generale, discenda una mappa, a cascata, della redditività dell'azienda, di utile lettura, che permetta una identificazione sia top-down che bottom-up, di dove e come si distribuisca la redditività, e quindi la creazione di valore nelle diverse unità organizzative dell'azienda. Comprimendo e compattando al massimo la view dell'azienda in qualche decina di righe si ottiene una rappresentazione come quella proposta in esempio in Tavola 4, ovvero a una rappresentazione esplosa come mostra la Tavola 5.

Tavola 4. Il cubo dati e la waterfall di redditività, dalle operations all'azienda. Sintesi



Secondo elemento di osservazione: la redditività espressa a livello di azienda (EBIT e CIN), sottende necessariamente a dei livelli di sub redditività degli “oggetti” o “piani” che restituiscono valori che apparentemente non sembrano parlarsi con l’entità del valore complessivo, espresso a livello di azienda. Tipicamente, infatti, gli “oggetti” delle operations si portano dietro larga parte dei ricavi / costi e margini dell’azienda, mentre all’“oggetto” G&A si tipicamente sono associati pochi ricavi e decisamente molti più costi, oltre a una certa fetta di capitale investito non allocabile direttamente sul business. Il risultato finale è che le redditività intermedie potranno essere dissimili (quasi sempre maggiori) rispetto al dato complessivo aziendale. In fase iniziale questa distanza può creare disorientamenti nell’interpretazione del dato. La sfida culturale di cui si è già accennato, passa anche nel far digerire (gradualmente) la comprensione del dato tramite stratificazione, quarter dopo quarter, di opportune serie storiche che permettano di “far parlare” i due valori reddituali. Per tale motivo la lettura della waterfall da “oggetto” ad “azienda” rimette ordine alla lettura dei dati. A tal fine si ritiene utile e pratico, per evitare confusioni di terminologia, introdurre una nomenclatura differente tra la redditività espressa a livello aziendale (il ROCE) e le redditività intermedie e inferiori ad essa (vedi esempio Tavola 21).

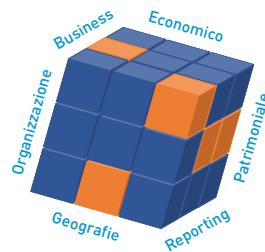
Tavola 5. Il cubo dati esploso. Esempio

		Mln €	Quarter, dati LTM			tax rate	
			Eco	Patr	Redditività	tax%	
1	DIVISIONI/PRODOTTI/AREA		ΣX	ΣY	$\Sigma (X) \cdot (1 - \text{tax}\%) / \Sigma Y$		
	Divisione A / Prodotto A / Area A	Xa	Ya	$Xa \cdot (1 - \text{tax}\%) / Y$			
	Divisione B / Prodotto B / Area B	Xb	Yb	$Xb \cdot (1 - \text{tax}\%) / Y$			
	Divisione C / Prodotto C / Area C	Xc	Yc	$Xc \cdot (1 - \text{tax}\%) / Y$			
	Divisione D / Prodotto D / Area D	Xd	Yd	$Xd \cdot (1 - \text{tax}\%) / Y$			
	...	Xn	Yn	$Xn \cdot (1 - \text{tax}\%) / Y$			
	..	Xn	Yn	$Xn \cdot (1 - \text{tax}\%) / Y$			
	.	Xn	Yn	$Xn \cdot (1 - \text{tax}\%) / Y$			
		Mdc	Capex+CCON				
	2	COSTI INDIRECTI		ΣZ			
		Divisione A / Prodotto A / Area A	Za				
		Divisione B / Prodotto B / Area B	Zb				
		Divisione C / Prodotto C / Area C	Zc				
		Divisione D / Prodotto D / Area D	Zd				
...		Zn					
..		Zn					
3	TOTALE DIVIS./PROD./AREE		$\Sigma X-Z$		$\Sigma (X-Z) \cdot (1 - \text{tax}\%) / \Sigma Y$		
	Divisione A / Prodotto A / Area A	Xa-Za					
	Divisione B / Prodotto B / Area B	Xb-Zb					
	Divisione C / Prodotto C / Area C	Xc-Zc					
	Divisione D / Prodotto D / Area D	Xd-Zd					
	...	Xn-Zn					
	..	Xn-Zn					
4	G&A costi		ΣC				
	ICT	C1					
	Amm.ne Finanza	C2					
	Legale	C3					
	Acquisti	C4					
	HR	C5					
	...	Cn					
	..	Cn					
	.	Cn					
		Gross Margin					
5	Attivo (non allocabili sulle operations)		ΣA				
	Crediti Comm.li	A2					
	Rimanenze no business	A3					
	Capex no business	A4					
	Avviamento	A5					
	Crediti/Debiti Fiscali	A6					
	Crediti/Debiti Dipendenti	A7					
	:	An					
6	Passivo (non allocabili sulle operations)		ΣP				
	Debiti Comm.li	P1					
	Totale Crediti/Debiti (non) Operativi	P2					
	Totale Fondi	P3					
	Capex non allocate	P4					
	TFR	P5					
	:	Pn					
7	TOTALE ATT/PASS		$\Sigma A+P$				
8	EBIT		$\Sigma X-Z \pm C$				
	CIN		$\Sigma A+P+Y$				

$$\text{EBIT} (1 - \text{tax}\%) / \text{CIN} = \text{ROCE}$$

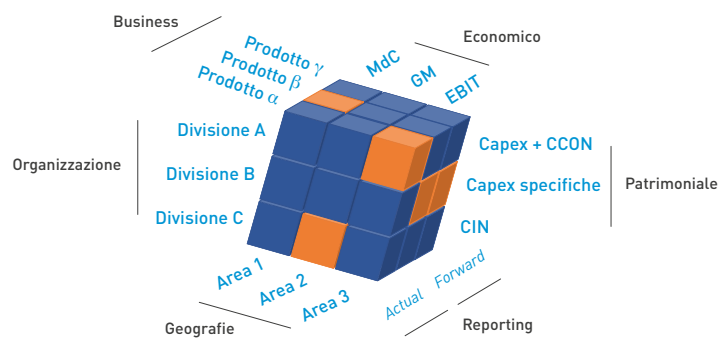
Terzo aspetto: la strutturazione di un modello contenente le informazioni minime e corredato di informazioni accessorie, opportunamente organizzate, permette di ottenere un cubo dati capace di fornire risposte multilivello, a seconda dell'angolo di osservazione e interrogazione, con informazioni sulla redditività specifica a seconda del livello di analisi di interesse, ad esempio secondo quanto proposto didascalicamente in Tavola 6 e 7.

Tavola 6. Cubo dati organizzato per macro oggetti gestionali. Esempio



Ovvero, espanso:

Tavola 7. Il cubo dati in dettaglio



Un cubo dati (così come ipotizzato nella Tavola sopra) permette all'azienda di ottenere un set informativo multidimensionale agilmente consultabile, capace di fornire indicazioni sfaccettate sul profilo di creazione di reddito in azienda e costituire una piattaforma unica per le attività di reporting actual e quelle di pianificazione (forward). Una combinazione così fatta di dati permette, infatti, di osservare la redditività dell'impresa secondo angolazioni inedite, tali da offrire informazioni utili ai decisori a livello corporate e locale.

Quarta implicazione: verso un Modello di Allocazione del Capitale. Lo strumento ben si adatta anche per le finalità strategiche di target definition e di goal setting e si trasforma velocemente in un Modello di Allocazione del Capitale. La base informativa, dati actual LTM, diventa il substrato sul quale impennare e supportare ragionamenti prospettici su obiettivi e target di redditività a livello corporate, segmentati per singolo oggetto analizzato, in grado di fornire risposte rapide sugli effetti simulati di singole azioni su determinati oggetti, con riverberi successivi, fino a livello corporate. Analisi alternative di scenari effettuati con la granularità necessaria, sui singoli "piani", permettono di raggiungere, quanto meno nelle intenzioni, in fase di avvio di predisposizione del business plan e del budget, una forte e profonda indicazione circa la natura e la magnitudo delle varie azioni da porre in campo, in coerenza con la definizione dell'obiettivo corporate. Se opportunamente condiviso e discusso internamente (anche questa

è una scelta aziendale), diventa chiara la mappa preventiva di come e dove si insegua la redditività nelle diverse azioni differenziali. Questo approccio permette, così, di bypassare utilmente determinazioni di obiettivi “a tappeto”, ossia uguali per tutti, differenziando opportunamente l’entità degli effort richiesti a seconda delle redditività espresse dai singoli oggetti di analisi, ritornando così una precisa mappa dei singoli contributi (per geografia, per prodotto, per mercato, per cliente, ecc.) richiesti sul sentiero della redditività target.

Il cubo dati, utilizzato in modo opportuno per le esigenze forward looking, permette simulazioni agevoli e immediate, per fornire la misura esatta dell’impatto, dalla dimensione più piccola fino al livello corporate e / o anche di consolidato, di ogni singola azione, sia sul fronte operation sia sugli staff centrali. Il cosiddetto “effetto farfalla” diventa facilmente osservabile e tangibile, laddove anche una sola piccola variazione, ad esempio su un singolo prodotto in una data geografia, coeteris paribus sul resto, impatta con riverberi progressivi, con magnitudo sempre minore, prima la redditività di tale prodotto, poi di tutta l’area geografica quale somma di più linee di prodotto e fino alla azienda nel suo complesso, per giungere poi sul dato consolidato, se esistente. Diventa chiara in questo modo la waterfall della value creation.

Tavola 8. Esempio di Modello di Allocazione del Capitale (arancione) per la target definition e pianificazione strategica multipiano attraverso la colonna di input

Mln €		Quarter, dati LTM			Input		TARGET			tax rate
		Eco	Patr	Redditività	Eco	Patr	Eco	Patr	Redditività	Δ tax%
OPERATION	DIVISIONI/PRODOTTI/AREA	Σ X Mdc	Σ Y Capex+CCON	Σ [X] · (1-tax %) / Σ Y	Δ X	Δ Y	X+Δ X Mdc	Y+Δ Y Capex+CCON	Σ [X+Δ X] · (1-Δ tax %) / Σ Y+Δ Y	
	COSTI INDIRETTI	Σ Z			Δ Z		Z+Δ Z			
	TOTALE DIVIS./PROD./AREE	Σ X-Z Gross Margin		Σ [X-Z] · (1-tax %) / Σ Y	Σ Δ		Σ		Σ [X-Z]+Δ [X-Z] · (1-Δ tax %) / Σ Y+Δ Y	
G&A s	G&A costi	Σ C			Δ C		C+Δ C			
	Attivo (non allocabili sulle operations)		Σ A An			Δ A		A+Δ A		
	Passivo (non allocabili sulle operations)		Σ P Pn			Δ P		P+Δ P		
	TOTALE ATT/PASS		Σ A+P			Σ		Σ		
EBIT		Quarter, dati LTM			Σ Δ		TARGET			
CIN		Σ X-Z+C			Σ Δ		EBIT+Δ EBIT			
			Σ A+P+Y		Σ Δ		CIN+Δ CIN			

$EBIT \cdot (1-tax\%) / CIN = ROCE Actual$
 $\Delta EBIT \cdot (1-\Delta tax\%) / \Delta CIN = ROCE Target$

L’approntamento di un esercizio di target definition in fase di avvio dell’intero processo di pianificazione con lo strumento indicato in Tavola 8 permette di verificare, con estrema rapidità, il punto di caduta, determinando, in questo modo, se l’insieme delle singole azioni ipotizzate sui vari oggetti gestionali soddisfano da principio il raggiungimento del target predefinito o se occorre apportare rettifiche. L’esercizio di target definition e relativa rapida verifica degli esiti, per altro verso, consente anche di determinare e valutare, ab origine, il costo / beneficio di alcune scelte e il relativo effort richiesto e, di conseguenza, il contributo marginale sulla redditività a livello corporate.

Un esercizio così strutturato i cui esiti complessivi siano ben esplicitati, a maggior ragione se soddisfano i target definiti dalla direzionale aziendale, consente una migliore definizione degli obiettivi e una precisa responsabilizzazione delle figure a cui questi sono attribuite, restituendo una mappa chiara dei contributi dei singoli al risultato comune. Inoltre, la fase di pianificazione / consuntivazione è supportata dallo stesso strumento: il sistema actual-forward diventa così, in relativamente poco tempo, rolling e senza soluzione di continuità, da cui discende un ulteriore risparmio di tempi nei processi di formazione dei numeri.

Una tale modalità di approntamento dell'attività di target definition permette sia di consegnare un semilavorato già molto avanzato alle strutture preposte a una più puntuale e profonda costruzione del budget e /o del business plan secondo una modalità bottom-up, oppure diventare essa stessa la piattaforma sulla quale costruire tale esercizio, consentendo un risparmio di diverse settimane di lavoro nell'ambito di tali processi aziendali poiché, in estrema sintesi, condensa in una sola la fase di costruzione del dato e di verifica degli esiti, in pochi passaggi su un unico sistema.

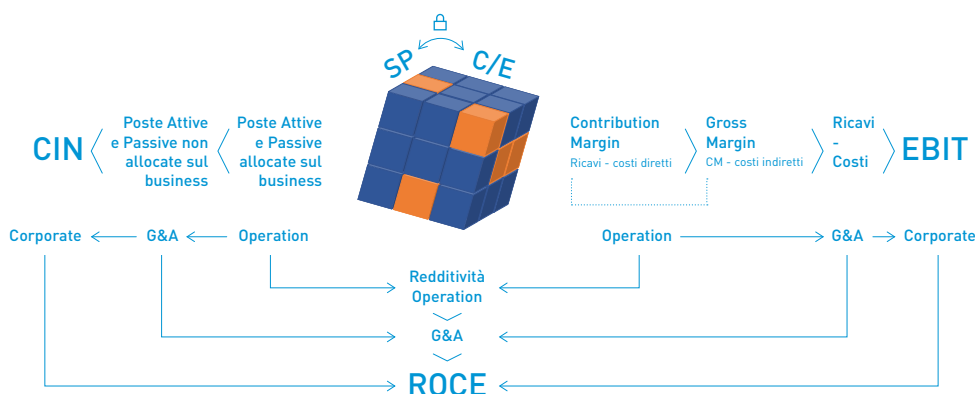
Il Modello di Allocazione del Capitale permette, in estrema sintesi, di convogliare le riflessioni e le intenzioni strategiche in un unico strumento che miri a fornire una visione condivisa ai vari responsabili aziendali (in ambito sia operation e finance) degli obiettivi ultimi della stessa e su come raggiungerli, basati su un medesimo paradigma valutativo. Anche questo è un passaggio importante nell'ambito della pratica aziendale, che richiede tempo, costanza e applicazione, e che non avviene casualmente: il commitment della proprietà o del top management deve essere fortissimo.

In sintesi, si ricapitolano gli elementi chiave e i punti di forza del modello:

- rappresentazione della redditività del capitale investito con attribuzione univoca di dati economici e patrimoniali a ogni chiusura (possibilmente su base di quarters) su singoli oggetti;
- disaggregazione e granularità progressiva dei dati su vari "oggetti" di analisi;
- aumento della qualità del dato actual con rapida individuazione degli oggetti sotto performanti o sovra performanti rispetto al dato aziendale complessivo, individuando anche dei benchmark interni;
- waterfall top-down e bottom-up: risalita dell'aggregazione dei dati, dall'oggetto organizzativo più piccolo al livello corporate e viceversa;
- omogeneizzazione culturale sulla misurazione degli obiettivi secondo un indicatore a elevata riconoscibilità e immediata comprensione;
- allocazione a priori del capitale, in ambito previsionale, tale da agevolare una preventiva presa di coscienza dell'obiettivo, assunzione di responsabilità e relativa execution;
- definizione puntuale e scientifica dell'obiettivo di redditività target dell'azienda, riconoscibile e uguale per tutti;
- estrema rapidità e immediatezza nell'attività di simulazione a supporto del processo di decision taking;
- riduzione dei tempi di formazione del processo di target definition, con conseguente maggior chiarezza in fase di redazione di budget / business plan, con definizione puntuale dell'action plan economico-patrimoniale. Maggiore qualità del dato;
- facilità di monitoraggio, tempo per tempo e a consuntivo, degli obiettivi assegnati in fase di budget;
- maggiore trasparenza / equità interna nei processi di allocazione: lo strumento permette di richiedere effort differenziati a seconda dell'oggetto di analisi per il raggiungimento dell'obiettivo comune.

La Tavola 9 riassume una visione d'insieme del modello appena descritto.

Tavola 9. Vista d'insieme dell'impianto di misurazione della redditività



Rappresentazione della geografia della redditività.

Rinvii alla teoria del consumatore

Impostato così come descritto il modello di segmentazione della redditività, spendiamo ora qualche riga nel cercare di visualizzare dall'alto il quadro d'insieme, rappresentando in modo semplice, immediato e anche plastico il posizionamento aziendale e la sua redditività.

Questa può essere efficacemente rappresentata, per una originale sintesi dei concetti qui sviluppati, su un sistema di riferimento cartesiano, secondo un approccio e una metodologia che si ispira agli studi dei marginalisti, riprendendo taluni concetti espressi da quella parte di teoria microeconomica, in particolare dalla Teoria del Consumatore. Il concetto che andremo qui a riprendere e applicare ai nostri fini, è quello delle curve di indifferenza, teorizzate per la prima volta da Vilfredo Pareto nel 1906, nel suo Manuale di Economia Politica.

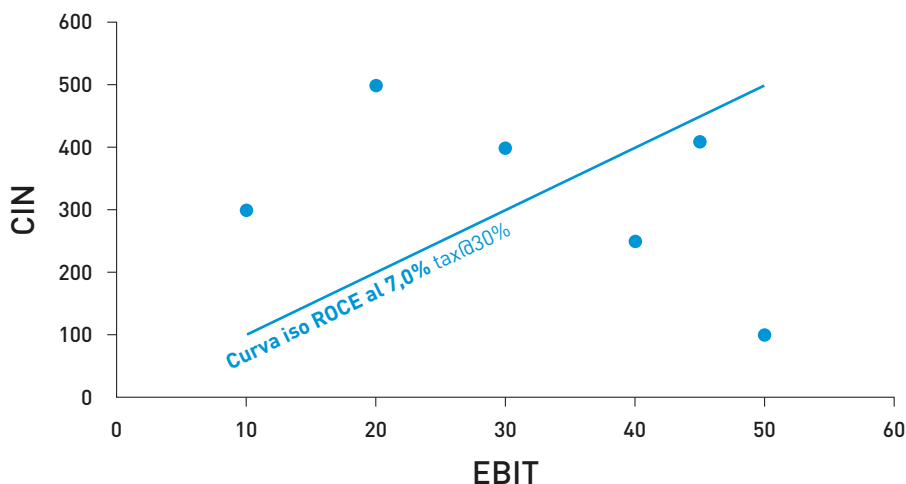
L'impianto della teoria del consumatore ci ha dato lo spunto per sistematizzare e incorniciare le riflessioni qui raccolte in un costrutto di sintesi e rappresentazione del "campo da gioco" che, crediamo, sintetizzano bene e aiutano internamente a rappresentare e a veicolare messaggi chiave in modo più efficace.

Al pari delle curve di indifferenza che nella teoria del consumatore rappresentano l'insieme dei beni che garantiscono al consumatore lo stesso livello di utilità / soddisfazione, secondo il medesimo costrutto teorico, andremo a identificare e a disegnare delle curve (in questo caso delle rette) lungo le quali l'impresa gode dello stesso livello di redditività del capitale investito, al variare di EBIT e di CIN e di tax rate. Una curva iso-ROCE, quindi.

Se poniamo sull'asse delle ascisse l'EBIT, la misura economica, e sull'asse delle ordinate il CIN, la misura patrimoniale, riusciamo ad associare sull'asse cartesiano, per ogni combinazione (x,y) di valori di bilancio, a invarianza di un dato tax rate, un singolo punto e così, uno dopo l'altro, una successione di punti che rappresentano graficamente il susseguirsi delle differenti chiusure da cui emergono posizionamento e trend di redditività.

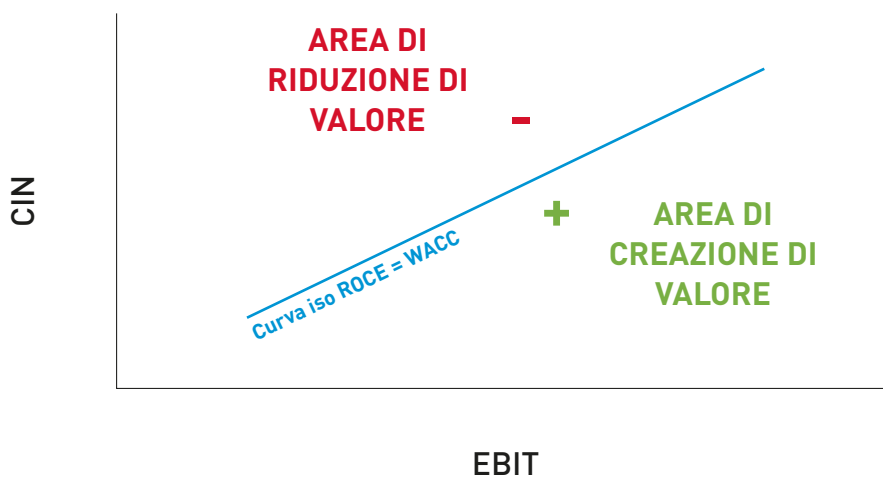
Passiamo, quindi, a ricavare e disegnare, mediante interpolazione lineare, una retta di indifferenza rispetto a un determinato valore di ROCE (che possa essere un valore target, hurdle rate), che fanno equivalere tutte le combinazioni di EBIT e di CIN lungo quella curva rispetto alla redditività prescelta, a un dato valore di tax rate. Giungeremo, così, a una vera e propria curva di iso-redditività, o iso-ROCE, la quale, al variare di valori economici e patrimoniali lungo la curva medesima, restituirà sempre il medesimo valore di redditività (vedi esempio in Tavola 10).

Tavola 10. La retta di indifferenza rappresenta una curva iso-ROCE al 7,0% con un tax rate al 30%



Pertanto, se qualsiasi punto lungo la curva restituisce il medesimo rendimento del capitale, ogni punto al di sopra (a nord) della curva di indifferenza evidenzierà un valore di redditività inferiore, e, allo stesso modo, ogni punto al di sotto (a sud) della curva restituirà una redditività superiore, quella cioè sottesa dalla curva di iso-redditività, se la curva di indifferenza è pari al WACC.

Tavola 11. Retta di indifferenza e aree di creazione o riduzione di valore vs WACC

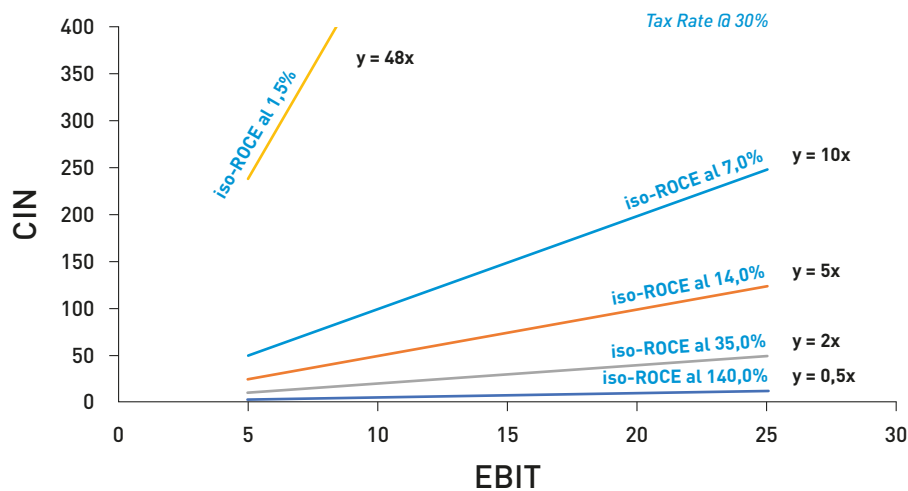


Esiste, infatti, una relazione lineare tra EBIT e CIN rispetto al ROCE, laddove, si potrebbe dire, i due aggregati risultano algebricamente sostituti perfetti (ricordano, perciò, molto il rapporto che esiste nei beni percepiti dal consumatore come sostituiti perfetti nelle curve di indifferenze convesse in senso lato). La pendenza della retta, quindi, misura il grado di sostituzione, evidentemente costante nel nostro caso, tra EBIT e CIN in rapporto al ROCE. Guardando la Tavola 10, quindi, poco importa se ho, ad esempio, 10 unità di EBIT piuttosto che 50 (cosa che ovviamente nella realtà fa differenza). L'importante che la quantità di CIN abbinato a quell'EBIT sia tale da farci rimanere lungo la curva: in questo senso sono sostituti perfetti. Al fine di continuare a sviluppare i temi introdotti sopra, rappresentiamo, ora, sul medesimo asse

cartesiano, un insieme di rette che spiegano come si evolve tale rapporto. Ipotizzando di avere un insieme di valori di EBIT costanti, ma con livelli di CIN variabili, disegniamo delle rette di indifferenza che ci consentono di ottenere lo stesso livello di redditività al variare del capitale investito netto e a parità di tax rate. Quello che otterremo è una famiglia di rette (nel caso abbiamo ipotizzato, per semplicità, di raffigurare un set di curve senza intercetta, ossia pari a zero, vedi Tavola 12), laddove il coefficiente angolare esprime il livello di redditività. Tanto più la curva è inclinata, tanto più la redditività è bassa, poiché allo stesso livello di EBIT corrisponde un livello di CIN maggiore. Tanto più, invece, la retta risulta piatta tanto più il ROCE che ne risulterà sarà elevato, poiché, sempre a parità di EBIT si abbina un livello di CIN inferiore, da cui la maggiore redditività. Agli asintoti degli assi x y, casistica del tutto teorica non riscontrabile in azienda, avremo una retta verticale, con un coefficiente angolare infinito esprimente una redditività nulla poiché al medesimo ammontare di EBIT deve corrispondere un livello di CIN anch'esso infinito; mentre all'opposto, come frontiera estrema, avremo una retta dove il coefficiente angolare esprime un valore infinitamente piccolo, asintotico allo zero, e, quindi, la retta risulta parallela l'asse delle x, visto che il CIN non varia al variare dell'EBIT. Nel mezzo, invece, vi sono gli infiniti casi concretamente riscontrabili nella realtà dalle aziende.

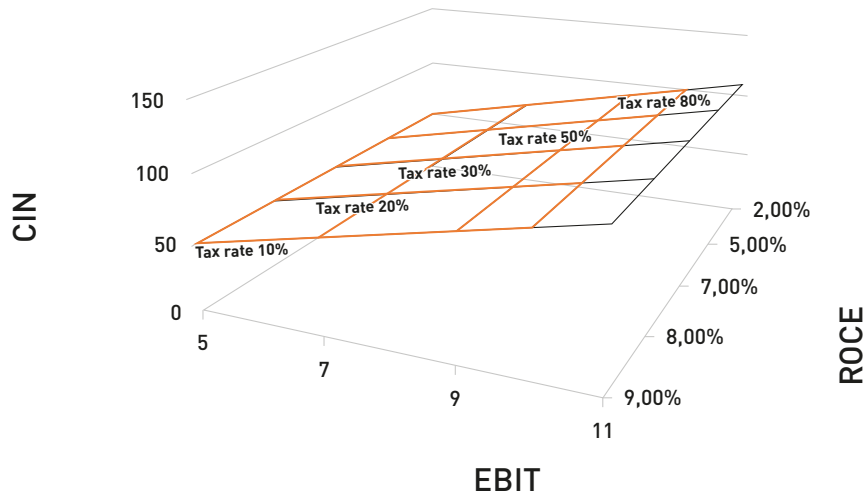
Il coefficiente angolare della retta, sostituendo il saggio marginale di sostituzione (SMS) della curva, ossia la quantità di bene x (EBIT) a cui si è disposti a rinunciare per ottenere una differente unità di un altro bene y (CIN), mantenendo costante la redditività, diventa la misura di quanto capitale debba corrispondere a ogni unità reddituale per mantenere invariato, non l'utilità, bensì il livello di rendimento del capitale. In pratica, per fare un esempio di facile riscontro, un coefficiente angolare di 5 starà a indicare, ipotizzando un tax rate sul risultato operativo al 30%, che a ogni euro di EBIT corrispondono 5 euro di CIN per poter ottenere una redditività del 14%, e continuando, se ipotizziamo una curva di iso-redditività con un coefficiente angolare pari a 10 (a ogni valore cioè di elemento economico deve corrispondere un valore pari a 10 volte tale valore per la parte patrimoniale) corrisponderà, quindi, una redditività dimezzata rispetto al caso precedente, e così via (vedi Tavola 12).

Tavola 12. Famiglia di curve di indifferenza iso-ROCE con tax rate al 30%



In questo esempio, prendendo in considerazione la terza variabile della formula, ossia il tax rate sul risultato operativo, notiamo come questa non incida sulla pendenza delle rette, poiché non determina alcuna variazione sui punti (x;y) tracciati sull'asse cartesiano. Il variare del tax rate a parità di (x;y) determina, tuttavia, una diversa redditività: tanto maggiore quanto più basso è il tax rate, tanto minore è la redditività, nel caso inverso (vedi Tavola 13).

Tavola 13. Il variare del solo tax rate varia il ROCE, a parità di inclinazione della retta



Possiamo aggiungere che, partendo da una singola retta disegnata sul nostro asse cartesiano, il solo variare del tax rate contribuisce a creare una figura del tutto assimilabile a un piano (figura geometrica costituita da un insieme continuo e infinito di rette, vedi Tavola 14). Una rappresentazione in due dimensioni mostra, un'unica retta, come si diceva prima, mentre il variare del tax rate configura una serie di rette che risultano tutte sovrapposte una dietro l'altra. Introducendo la terza dimensione sull'asse Z pari al tax rate, si apprezza anche visivamente la creazione del piano di cui si diceva prima, laddove una serie di rette tutte parallele esprimono il variare del ROCE al variare del tax rate. Il piano in questione, nella realtà, come è ovvio, non è infinito, bensì finito poiché il tax rate può variare da un minimo, teorico, dello 0%, da un massimo, sempre teorico, del 100% e quindi questa porzione di spazio è delimitata tra i valori 0 e 1.

Tavola 14. Il variare del tax rate % a parità di EBIT e CIN crea un piano

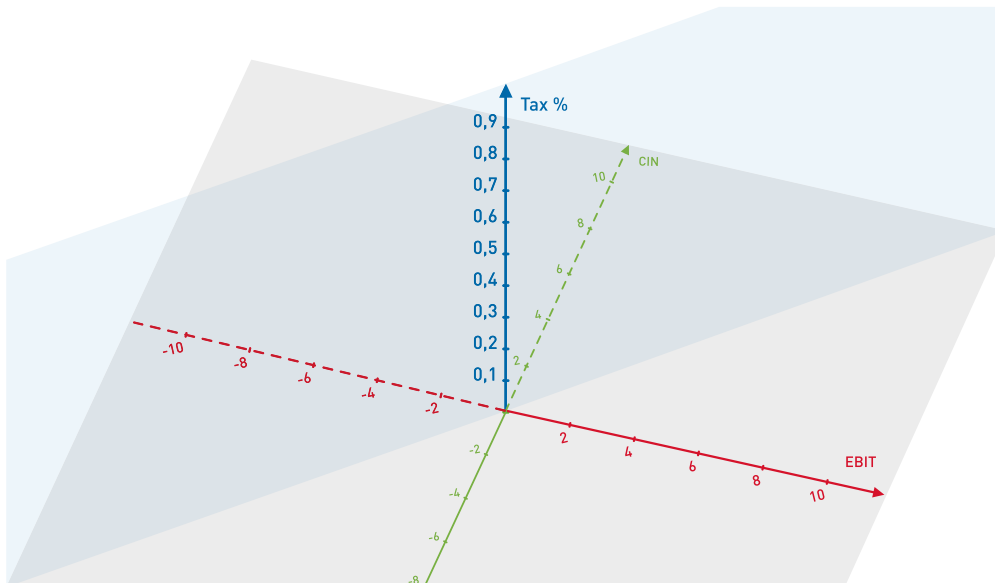
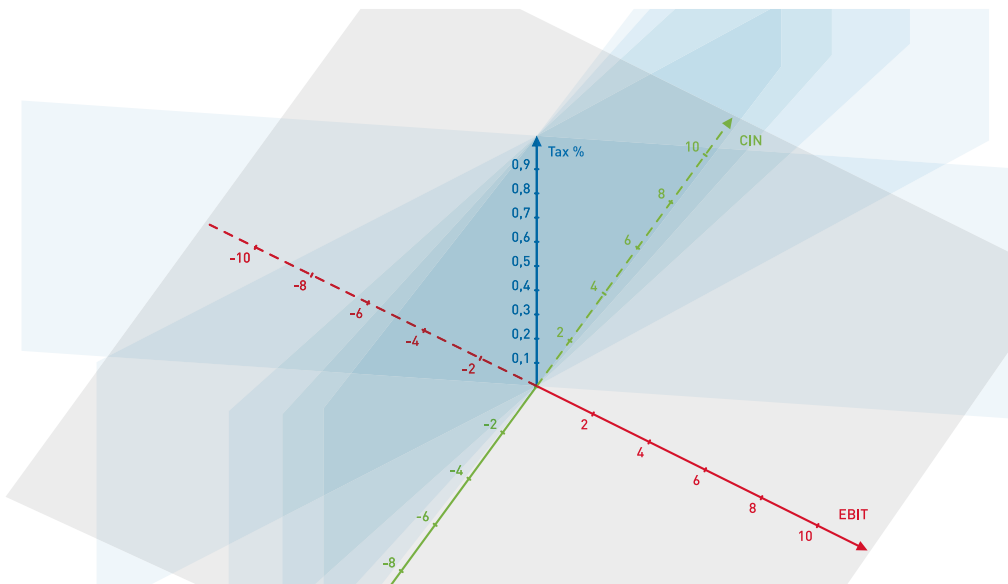


Tavola 15. I diversi piani creati in base alle rette della Tavola 12



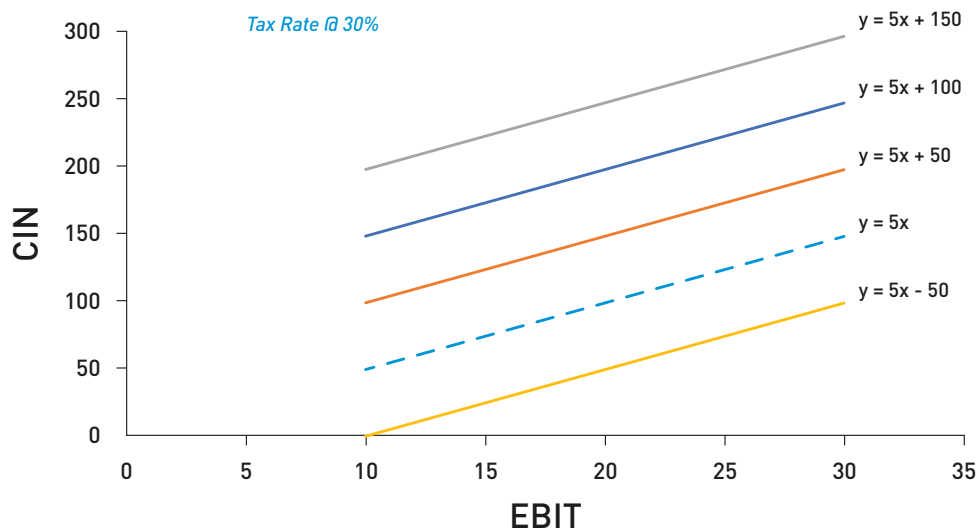
È così possibile tracciare graficamente, in tre dimensioni, l'andamento della redditività di un'azienda su un sistema a 3 assi, circoscrivendo una porzione di spazio, un parallelepipedo, attorno a un range di riferimento di EBIT e CIN e tax rate che esprime i valori nella quale essa si colloca abitualmente. Nell'esempio di Tavola 15 si riportano i piani creati sulla base delle rette di Tavola 12.

È anche il caso di sottolineare, come si vede nella sottostante Tavola 16, come curve di indifferenze parallele non comportano, come sarebbe invece intuitivo pensare in prima battuta, identici livelli di rendimento lungo le singole curve. Rielaborando i dati didascalici visti prima, disegnando per esempio

una retta di indifferenza presa a riferimento (tratteggiata), che restituisca un iso-ROCE al 10% con 30% di tax rate, rette tutte parallele (quindi tutte $y=5x$), con un 30% di tax rate, non si portano dietro una iso-redditività lungo la curva, poiché la redditività varia a seconda del punto dove ci si trovi (come è naturale che sia, a parità di EBIT livelli diversi di CIN restituiscono rendimenti diversi).

È anche il caso di osservare che, nell'utilizzo concreto del grafico su dati reali dell'azienda, il disegno di una famiglia di curve di indifferenza iso-ROCE, restituiscono un disegno dove le rette possono sembrare parallele, poiché l'ambito di visualizzazione del range EBIT / CIN applicato è "zoomato" sui numeri di riferimento propri dell'azienda, da cui l'effetto ottico di rette parallele.

Tavola 16. Rette di indifferenza parallele, a parità di tax rate %, non restituiscono valori iso-ROCE. Solo $y=5x$ è iso-ROCE (pari al 14%)

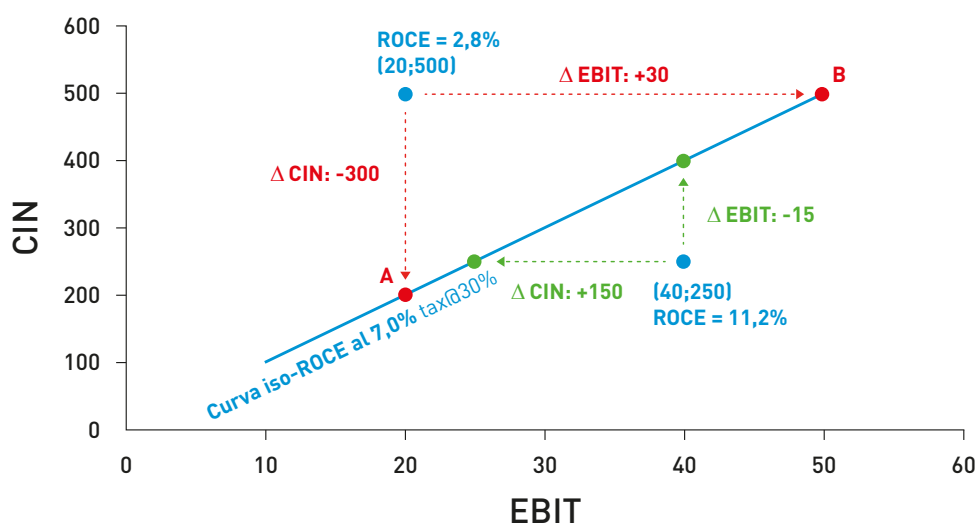


Fatta questa premessa teorica, come possiamo utilizzare quanto descritto ai fini di un concreto utilizzo in azienda?

Occorre, innanzitutto, avere a disposizione un set di dati omogenei tra loro (parità di principi contabili applicati e di perimetro societario o, comunque, dati proformati in caso di perimetro disomogeneo), con i valori economici espressi su base LTM (Last Twelve Months, ossia 12 mesi rolling), da poter rappresentare su un asse cartesiano. Una volta disegnati i vari punti rappresentanti le chiusure intermedie di bilancio si passa, quale secondo step, a tracciare (interpolando, come si diceva prima, due punti iso-ROCE) una curva di indifferenza che rappresenti per l'azienda un valore di riferimento, quale possa essere, ad esempio, un valore target di redditività da raggiungere, un hurdle rate predeterminato, oppure, più tipicamente, il costo medio ponderato del capitale (WACC), poiché sancisce la linea di break-even dove rendimento e costo del capitale si equivalgono.

Prendendo quindi a riferimento un singolo punto di una chiusura, possiamo definire in modo scientifico e inequivocabile, la misura esatta del gap che separa tale punto dalla redditività target (vedi Tavola 17), espresso sia in termini di solo delta EBIT oppure di solo delta CIN oppure una combinazione di entrambi, utile a posizionarsi sulla curva di indifferenza. Questo approccio permette di definire e mappare, in modo puntuale, il perimetro di azione nella quale l'azienda può muoversi.

Tavola 17. Esempio di quantificazione di distanza di due punti dalla curva iso-ROCE al 7,0% con tax rate al 30%



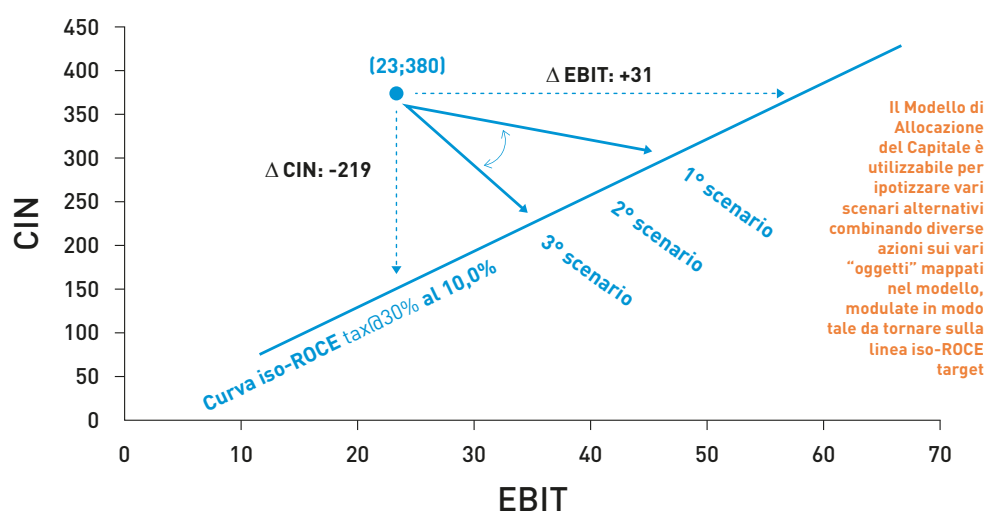
Questa distanza quantifica l'entità dell'effort complessivo richiesto all'organizzazione per raggiungere i livelli desiderati di ritorno sul capitale investito e, opportunamente dichiarati internamente, diventa una mappa che rende chiara e comprensibile a tutti l'obiettivo comune.

Di conseguenza, si può passare a costruire, con il modello di allocazione del capitale, ad esempio in fase dell'annuale review di budget, un esercizio di reverse engineering, che traduce e costituisce, già operativamente, un action plan di azioni richieste, oggetto per oggetto, le quali sommate riportano a un determinato EBIT e CIN target, tale da soddisfare la redditività che l'azienda si è prefissata.

Si riesce, così, con veloci processi iterativi di affinamento della fattibilità delle ipotesi, a ottenere un riscontro in un tempo che possiamo definire quasi istantaneo se, quantomeno negli intenti, le azioni strategiche o tattiche portino al risultato desiderato, tracciando un sentiero chiaro e riconoscibile di singole sotto ipotesi (con diverso grado di granularità), tale da ottenere una mappa chiara dei contributi dei singoli oggetti che compongono l'azienda e, perciò, anche dei singoli soggetti responsabili del presidio organizzativo.

Nell'esempio della Tavola 18, preso un punto sottoperformante, di norma l'ultima chiusura disponibile, si quantifica la misura del gap per raggiungere la linea di iso-ROCE, in questo caso fissata al 10%. Stante un tax rate del 30%, una chiusura aziendale che ci restituisca un EBIT di 23 e un CIN di 380, equivalente a un ROCE del 4,2%, la misura del gap per il ritorno a una redditività target, è di +31 unità agendo solamente sul delta EBIT a parità di CIN e di -219 unità, agendo sul solo delta CIN a parità di EBIT. Naturalmente, qualsiasi combinazione di delta EBIT e CIN combinati su un punto lungo la curva riporta al risultato desiderato, andando così a determinare diversi possibili scenari concretamente percorribili a livello operativo.

Tavola 18. Partendo da un punto sotto performante con il Modello di Allocazione del Capitale si derivano macro scenari di gap reduction



Allo stesso modo, una nuvola di punti che si collochi a sud della linea iso-ROCE individuata, in territorio di creazione di valore se la linea iso-ROCE equivale al WACC, situazione che di per sé non determina urgenza di particolari piani di azione stante la oggettiva creazione di valore, opportunamente disaggregata, potrebbe restituire un risultato complessivamente positivo ma composto, ad esempio, da oggetti sotto performanti rispetto alle medie dei singoli oggetti, sui quali intervenire con azioni correttive per il rientro verso i valori medi, con apporto marginale positivo sulla redditività a livello corporate.

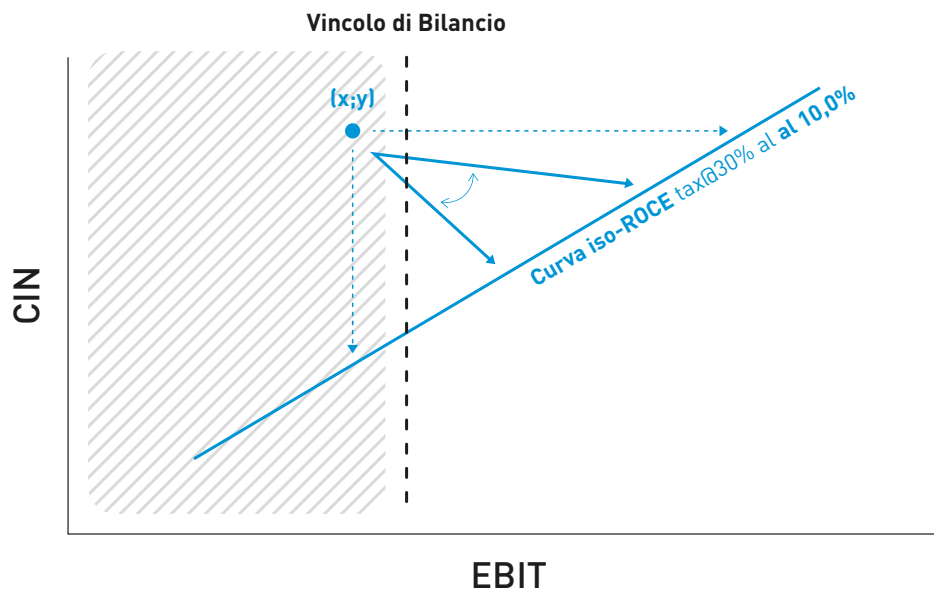
Questo passaggio di ricognizione e rappresentazione plastica del posizionamento della redditività, ci sembra di poter affermare, non è solo un atto teorico e accademico. Costituisce una piena presa di coscienza della propria redditività e di come è disaggregata, un progresso conoscitivo, da un lato, e di cultura generale in ambito aziendale nel quale diviene chiara la misurazione puntuale e incontrovertibile dell'effort necessario per raggiungere lo scopo ultimo di un'azienda, ossia il conseguimento del suo scopo sociale in condizioni di creazione di valore. Agevola le successive azioni nel far collimare e confluire i diversi interessi interni all'azienda su di un unico valore, target comune per tutti, opportunamente declinato in vari sub target. Tale allineamento di metriche e terminologia contribuisce a smussare, non eliminare, ovviamente, quelle asimmetrie informative che in natura esistono, ma che inevitabilmente distruggono risorse interne (tempo, in prima battuta).

Il punto in questione tocca in pieno, ci sembra di poter affermare, il cuore delle ricerche di Cyert e March (A behavioral theory of the firm, 1963) nell'ambito della teoria comportamentista dell'impresa, laddove, in sostanza, essi affermano nelle loro ricerche che nelle organizzazioni aziendali, le scelte sono determinate: 1) in situazione di asimmetria informativa o comunque di informazione incompleta; 2) dalla negoziazione tra portatori di interessi diversi e/o in contrasto tra di loro di compromessi, che mediano gli interessi reciproci; 3) in condizioni di routine procedurale che porta a fare le cose, per scarsità di tempo e mole di lavoro da gestire, sempre nello stesso identico modo di anno in anno, con poca innovazione di processo. Non si applica, quindi, dicono i due studiosi, il principio della razionalità trasparente, da cui scaturiscono spesso definizioni di obiettivi poco lungimiranti o comunque miopi.

Sul nostro grafico è utile poi disegnare, a completamento del quadro generale, una linea verticale tale da rappresentare un "vincolo di bilancio" (vedi Tavola 19), utilizzando il parallelismo con quello proposto da Pareto, teso a delimitare una area di non praticabilità di campo, all'interno della quale, pur anche

collocandosi lungo la curva di indifferenza, le combinazioni (EBIT, CIN) non sono praticabili: vi sono, infatti, questioni legate a volumi minimi ai quali l'azienda deve soggiacere. Ad esempio, a meno di ridisegnare completamente la struttura aziendale da cui derivare un EBIT e un CIN drasticamente diversi, vi possono essere livelli di oneri finanziari e / o di imposte che, in valore assoluto, impedirebbero pur anche con una combinazione (x;y) con ROCE adeguato, il sostenimento di oneri finanziari derivanti da una data struttura semifissa o fissa del debito o il pagamento di talune imposte che possono avere caratteristiche tali da non essere facilmente rimodulati nel breve termine (es. IRAP). La determinazione di una area di non praticabilità taglia la curva di indifferenza e limita il campo di manovra dell'azienda e di tale aspetto si dovrà tenere conto nell'attività di pianificazione strategica.

Tavola 19. La linea di vincolo di bilancio e la zona di non praticabilità delle azioni



Il costrutto di cui sopra ricorda e avvicina molto, come si diceva in apertura, al corpus teorico sistematizzato per primo dall'economista italiano Vilfredo Pareto nel suo Manuale di Economia Politica del 1906, nel quale l'analisi delle scelte dell'individuo, nell'ambito della Teoria del Consumatore, e nel nostro caso dell'impresa, sono rappresentate tramite individuazione di un sistema di preferenze rappresentabili graficamente con delle mappe, famiglie di curve di indifferenza che egli riteneva suscettibili di verifica empirica.

È empiricamente intuibile (occorrerebbero, tuttavia, ulteriori e appositi lavori di comprova per poterlo dimostrare scientificamente) che tramite l'utilizzo del modello di allocazione del capitale con l'impianto qui proposto si riesce a raggiungere, nel concreto, un ottimo pareto, laddove l'obiettivo non è tanto quello di massimizzare l'utilità totale del sistema aziendale (leggi la redditività), bensì il raggiungimento di un punto dove non è possibile migliorare la condizione di un soggetto senza peggiorare quella di un altro. È tuttavia il caso di osservare che non stiamo confrontando il consumo di due beni alternativi, da cui discendono mappe di curve di indifferenza con le caratteristiche ben note, ossia inclinazione negativa, convessità verso l'origine degli assi (derivante dalla legge di sostituzione) e la non interrompibilità e incrociabilità delle stesse. Le nostre curve sono inclinate positivamente, non sono convesse poiché sono rette, tuttavia, non sono interrompibili e non si incrociano.

Si osserva, inoltre, come la rappresentazione sul grafico cartesiano della redditività del capitale agevoli molto la lettura del dato in quelle particolari situazioni nelle quali si possono creare dei paradossi

interpretativi laddove numeratore o denominatore abbiano segni positivo / negativo o entrambi negativi. Il grafico restituirà, con una linea iso-ROCE validamente definita, sempre una lettura corretta e un ausilio alla migliore comprensione della valenza del dato.

Alcune applicazioni

Concludiamo, infine, suggerendo alcune applicazioni operative del modello di allocazione del capitale in azienda, che non tratteremo qui per esteso, ma che possono essere oggetto di separati e specifici focus:

• **Controllo Direzionale - Pianificazione Strategica:**

1. Il primo intuitivo e naturale campo di applicazione è legato all'ambito dell'attività del controlling, quale evoluzione del tradizionale controllo di gestione, tipicamente incentrato su di un controllo prevalentemente economico con analisi di scostamenti vs budget e previous period, e che, per sua stessa natura (lo dice il nome stesso), deve e dovrebbe essere vicino e a servizio della "gestione", ossia delle Operation. Un sistema di controllo che incentri, invece, le sue attenzioni sulla redditività e sulla creazione di valore, rende possibile il monitoraggio dei medesimi e tradizionali aggregati aziendali, con l'intento di presidiare e convogliare le informazioni ai fini del monitoraggio delle variabili e delle leve (in ambito sia business sia finanziario) finalizzate alla creazione di valore a supporto degli azionisti e stakeholders in generale, diventando, così, un sistema integrato di controllo direzionale di alto livello e di pianificazione strategica. Una derivata pratica, tale impianto è che permette di risparmiare, a nostro parere, preziose settimane di lavoro sulle tempistiche dei processi tradizionali di fissazione di obiettivi (target definition), accorciandone i tempi canonici, per i motivi anzidetti altrove nel testo.

• **HR, sistema incentivazione MBO:**

1. Dal medesimo impianto granulare di misurazione della redditività come descritto, è agevole derivare, senza soluzione di continuità, un modello a supporto dei piani di remunerazione variabile e di incentivazione della popolazione aziendale incentrato sulla misurazione delle singole redditività a cui sono associate precise responsabilità di governo. Una caratteristica di un modello siffatto è che permette di poter assegnare, a priori, obiettivi di redditività calati sulle singolarità con obiettivi differenziati quanto a magnitudo dell'effort richiesto e con trasparenza sulle motivazioni sottostanti tali richieste.

• **In Operation:**

1. La tensione tra reddito e capitale investito, sostanzialmente ricompreso entro range fisiologici propri a seconda di business sotto analisi, può nella realtà mutare a seconda di singoli momenti, di opportunità temporanee, di situazioni esogene all'azienda o anche sulla base di scelte e indirizzi specifici endogeni all'azienda. Tipicamente, in operation si debbono anche prendere decisioni improntate a una visione basata sul day-to-day, ma con evidenti impatti e riverberi sull'intera azienda. Lo strumento di analisi qui proposto può, quindi, opportunamente tarato e calato sulle esigenze specifiche delle operation, essere concretamente utilizzato giocando d'anticipo, ad esempio, per simulare e determinare quale sia l'utilità marginale sulla redditività locale di una specifica azione sul business e quale sia il suo trade-off economico vs patrimoniale, oppure nel simulare, prima di passare a una fase attuativa, un mix di azioni impostate su scelte di make or buy da cui derivano evidenti diverse redditività sul capitale. Il tutto riflesso a cascata, sulla redditività corporate fornisce un utile strumento di sensitivity alle operation per indirizzare e coadiuvare le scelte nella conduzione del business, non perdendo di vista, con lo schema di waterfall, il riverbero di singole azioni a livello corporate e di riflesso aiuta il controllo direzionale centrale nella comprensione delle dinamiche di operation, oltre che fornire un ulteriore tassello nella composizione di una "geografia" complessiva della redditività dell'azienda.

Valutazione delle imprese

Vi sono anche risvolti applicativi legati ai temi valutativi.

L'entità del rendimento del capitale investito di una azienda determina, come logica conseguenza, anche il suo valore di mercato. Più questo supera il costo medio ponderato del capitale, maggiore sarà il valore dell'azienda, quanto meno, rispetto al valore del CIN, e viceversa.

Il rendimento, sintetizzato dall'indicatore ROCE, è riferibile al capitale investito netto, ricordando che $CIN = PN + PFN$. L'approccio di tipo asset side, da cui ne deriva un valore dell'azienda determinato a livello di Enterprise Value, al quale va poi aggiunto il valore della PFN, con segno negativo se debito netto ovvero positivo se è cassa netta.

Il valore che prendiamo a riferimento per la determinazione della valorizzazione è il valore assoluto del rendimento del capitale al tempo t prodotto dal CIN al tempo t , ovvero:

$$R_t = ROCE \% \cdot CIN_t$$

Quindi:

$$R_t = \frac{EBIT \cdot (1 - Tax Rate \%)}{CIN} \cdot CIN$$

Che diventa, elidendo il CIN:

$$R_t = EBIT \cdot (1 - Tax Rate \%)$$

Continuando, in caso di valutazione in ipotesi di steady state, utilizzando, come assunzione semplificatrice, un metodo sintetico, una rendita perpetua, avremo che:

$$EV = \frac{R_t}{i} = \frac{Roce \% \cdot CIN}{WACC}$$

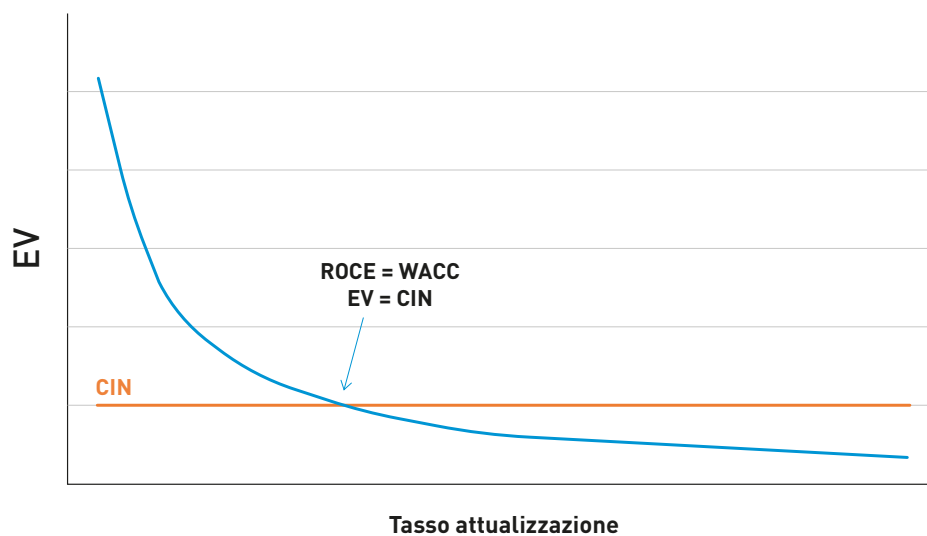
Che diventa in conseguenza di quanto sopra:

$$EV = \frac{EBIT \cdot (1 - Tax Rate \%)}{WACC}$$

In caso di utilizzo della stessa ipotesi di crescita, il numeratore andrà rettificato in diminuzione per le ipotesi di capex e di delta CCON mentre il WACC andrà corretto, in diminuzione, con l'ipotesi di crescita prevista, g (ovvero $WACC - g$).

In caso di utilizzo di un tasso pari al ROCE %, la formula restituisce lo stesso valore assoluto del CIN ($EV = CIN$). In caso di attualizzazione a un tasso inferiore al ROCE, si determinerà un incremento di valore rispetto al valore assoluto del CIN ($EV > CIN$), mentre in caso contrario, con un tasso di attualizzazione superiore al ROCE, si determinerà un valore inferiore rispetto al valore assoluto del capitale investito netto ($EV < CIN$). Il tutto è evidentemente intuitivo: se il capitale rende di più del WACC accresco il valore dell'azienda, viceversa lo decremento nel periodo in esame. Si può, quindi, concludere, che, a livello algebrico, se l'azienda rispetta la condizione di equilibrio di redditività $ROCE = WACC$, vale quanto il suo CIN, come si vede nella Tavola 20 sotto riportata.

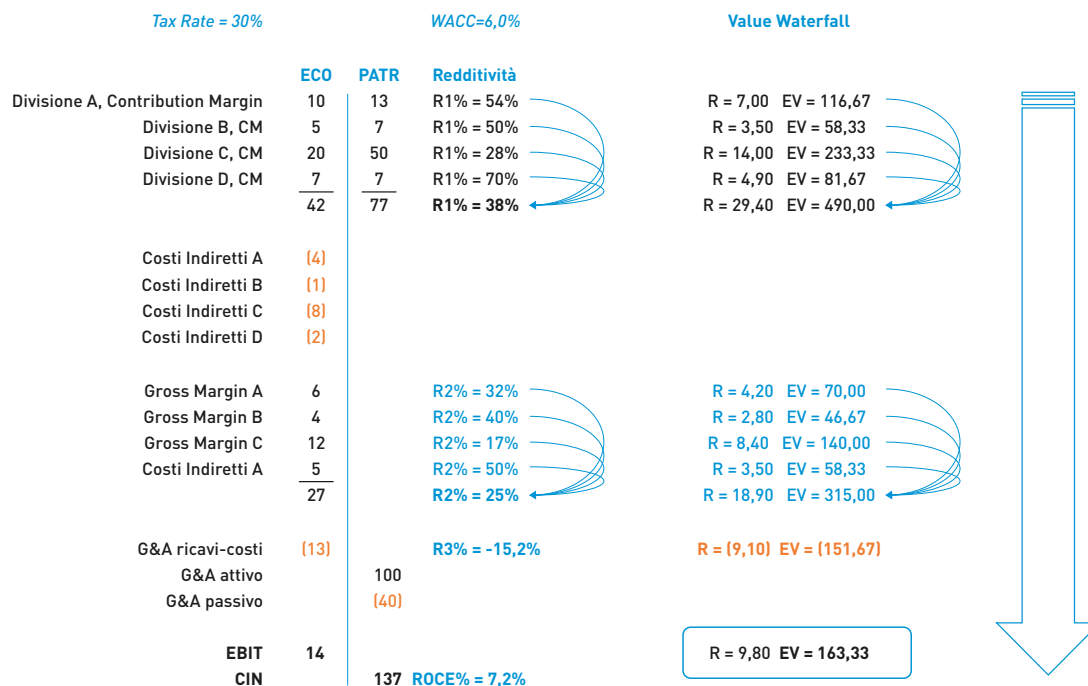
Tavola 20. Relazione tra EV, tasso di attualizzazione e CIN



Con una disaggregazione granulare della redditività come prima discussa, si può agevolmente ricostruire una mappa del valore dell'azienda, mediante somma delle parti, ripartita per ogni singolo oggetto a cui è associata una misura di redditività. La somma delle singole redditività riporta poi naturalmente all'EV complessivo.

Nella Tavola sotto riportata, troviamo un esempio del tutto semplificato di Value Waterfall dove è visibile la scomposizione e l'allocazione dell'EV. Nel caso il WACC è ipotizzato al 6%, tax rate al 30%, mentre il calcolo del ROCE ritorna un 7% circa. Le redditività percentuali intermedie non hanno lo stesso ordine dimensionale del ROCE, poiché esprimono una sub redditività di quella totale, chiamate in questo caso R1% e R2%, dove R esprime il valore assoluto del rendimento annuo dell'oggetto in esame ed EV rappresenta l'Enterprise Value associato a tale oggetto, secondo le formule viste sopra.

Tavola 21. Esempio semplificato di ripartizione del valore aziendale secondo la Value Waterfall



Considerazioni conclusive

Il tentativo di questo contributo è stato quello di rappresentare e tentare di dimostrare come introdurre un nuovo paradigma di lettura e di utilizzo dei dati in azienda, che associ univocamente grandezze economiche e patrimoniali, a vari livelli di disaggregazione, e di dimostrarne i benefici. Questo passaggio consente una nuova codifica dell'informazione economica in azienda, semplificando per un verso la leggibilità dei dati e aumentandone al contempo la qualità, permettendo di convogliare le energie dell'azienda verso un unico obiettivo, facilmente comprensibile e riconoscibile.

Inoltre, permette quale secondo passaggio, associando una forte componente culturale, di fare evolvere l'attività di pianificazione strategica con un forte focus sul perseguimento della creazione di valore mediante la preventiva allocazione di tutte le varie componenti del capitale, grazie ai quali ingaggiare poi l'impegno e il commitment dei vari detentori di responsabilità in azienda, a cui fare seguire attività di controllo a consuntivo dei dati nella medesima ottica (controllo direzionale).

La materia prima, il dato economico e patrimoniale, è la stessa. La novità consiste nella sua diversa e radicale trasformazione e sfruttamento in un output nuovo e originale.

Le applicazioni concrete e operative che possono discendere da tale riorganizzazione dei dati, come abbiamo avuto modo di vedere rapidamente, sono molteplici permettendo di recuperare tempo ed energie nei processi decisionali interni, aumentando, è il nostro augurio, la qualità del dato e snellendo taluni processi chiave in azienda.

Le opinioni espresse dall'autore che sono contenute in questo articolo potrebbero differire, al momento della pubblicazione, da quelle del Gruppo di appartenenza.

Metodi iterativi per la stima accurata del WACC

di Furio Bartoli

M&A Advisor, Drifter Group

Premessa

I più accreditati modelli valutativi correlano l'ipotesi di valore di un'azienda alla sua capacità di generare flussi di risultato prospettici (reddituali o finanziari), opportunamente attualizzati a un tasso di interesse coerente con le previsioni di rendimento di investitori e finanziatori. In questa prospettiva, si comprende facilmente come la stima dei tassi di attualizzazione rappresenti un momento essenziale nell'ambito del processo valutativo, sicuramente non meno importante della stima dei flussi prospettici.

Il presente lavoro si propone di illustrare una metodologia iterativa, che consente di calcolare in modo coerente il costo del capitale, contribuendo a ridurre l'incertezza propria di un qualsiasi modello valutativo.

Il costo del capitale

Le fonti finanziarie di un'impresa possono avere un'origine interna (attraverso i flussi di liquidità generati dalla propria attività) o esterna, sotto forma di capitale di debito e di capitale proprio. Per quanto riguarda le fonti esterne, qualunque sia la provenienza delle fonti finanziarie, la raccolta di capitale comporta di dover sostenere un costo, pari alla remunerazione attesa da ciascuna classe di finanziatori. La nozione di costo del capitale è strettamente correlata alla remunerazione attesa dai finanziatori dell'impresa, quale compenso per:

- l'indisponibilità delle risorse finanziarie (altrimenti impiegabili in altre forme di investimento);
- il rischio di una remunerazione inadeguata (ogni investimento è caratterizzato da un profilo di rischio).

La remunerazione attesa può essere definita a partire dal rendimento offerto da altre forme di investimento, caratterizzate dallo stesso profilo di rischio e dalla stessa durata dell'investimento. Per attrarre capitali, quindi, l'azienda deve essere in grado di offrire un rendimento almeno equivalente a quello che gli eventuali finanziatori potrebbero conseguire impiegando i propri capitali in forme di investimento comparabili. Se così non fosse, i finanziatori troverebbero più conveniente impiegare la propria ricchezza verso forme di investimento più redditizie.

Il costo del capitale, pertanto, può essere pensato come il tasso di rendimento minimo che l'azienda deve essere in grado di ottenere dai propri investimenti per soddisfare le attese dei propri finanziatori, siano essi azionisti (costo del capitale azionario) siano essi creditori finanziari (costo del debito).

Per meglio comprendere la nozione di costo del capitale, si consideri il modello di stato patrimoniale gestionale (vedi Tavola 1), laddove le poste dell'attivo e del passivo sono espresse a valori correnti di mercato. Il modello rappresenta l'equilibrio tra le seguenti grandezze di valore:

- E (Equity Value) rappresenta il valore del capitale netto;
- D (Debts) rappresenta il valore dei debiti finanziari;
- CIN rappresenta il valore del capitale investito netto.

Tavola 1. Modello di stato patrimoniale “a valori correnti”

ATTIVO	PASSIVO
<p>CIN Capitale investito netto</p>	<p>E Capitale netto</p>
	<p>D Debiti finanziari</p>

Con riferimento alla struttura finanziaria schematizzata, va ancora una volta rimarcato che il capitale netto e i debiti finanziari non devono essere espressi a valori contabili, bensì a valori correnti (chi acquista azioni dell'impresa non paga il valore contabile ma quello di mercato).

Tecnicamente il costo del capitale, indicato con l'acronimo WACC (Weighted Average Cost of Capital), può essere considerato come il costo medio delle diverse tipologie di fonti utilizzate dall'impresa, ponderate in base al proprio peso all'interno della struttura finanziaria:

$$WACC = \frac{E}{E + D} K_e + \frac{D}{E + D} K_d \quad (1)$$

Dove:

k_e = rendimento atteso del capitale proprio (costo del capitale proprio)

k_d = rendimento atteso dei debiti finanziari (costo del debito finanziario)

E = valore di mercato del patrimonio netto (Equity Value)

D = valore di mercato dei debiti finanziari

E+D = valore di mercato del portafoglio composto dalle passività finanziarie dell'impresa (corrisponde alla nozione di capitale investito netto)

Sostituendo nella (1) al costo del debito al lordo del beneficio fiscale il costo del debito al netto del beneficio fiscale si ottiene:

$$WACC = \frac{E}{E + D} K_e + \frac{D}{E + D} K_d (1-T) \quad (2)$$

Dove:

T = aliquota marginale di imposta (imposte dirette)

Il gatto si morde la coda

Nella prassi professionale il valore del WACC viene generalmente:

- desunto a partire da valori medi riconducibili a un campione di aziende comparabile, operanti nello stesso settore di attività, comparabili per dimensione, profilo di rischio e area geografica;
- desunto a partire da banche dati specializzate;
- calcolato, con riferimento a una struttura finanziaria obiettivo (struttura target), che può differire anche sensibilmente da quella attuale (il processo di stima del WACC ha, infatti, un'impostazione prospettica, dovendo garantire l'attualizzazione dei flussi di risultato prospettici).

Sappiamo che il valore di un investimento può essere determinato attualizzando i flussi di risultato futuri generati dal progetto di investimento stesso. Dal momento che l'impresa può essere considerata come un portafoglio di investimenti, il suo valore può essere stimato attualizzando il complesso dei flussi di risultato (economici o monetari) generati da tali progetti a un tasso (il WACC) rappresentativo delle modalità di finanziamento adottate. Con riferimento alla prospettiva asset side, sappiamo che è possibile stimare il valore del capitale economico ($E = \text{Equity}$) per via indiretta, effettuando prima la stima del valore degli asset operativi ($EV = \text{Enterprise Value}$), sottraendo il valore dei debiti finanziari (D) e, infine, aggiungendo il valore di eventuali investimenti non operativi (SA). Ricordiamo che il capitale investito operativo netto rappresenta gli investimenti caratteristici effettuati dall'azienda (sotto forma di struttura e capitale circolante operativo). Il frutto di tali investimenti può essere misurato attraverso i flussi economici netti della gestione operativa ($NOPAT$) o i flussi di liquidità ($FCFO = \text{Free Cash Flow Operativi}$).

$$E = EV - D = f(\text{flussi prospettici operativi, WACC, } D) \quad (3)$$

Dal momento che il WACC viene utilizzato per l'attualizzazione dei flussi prospettici, la struttura finanziaria da considerare per il calcolo della (3) (sintetizzata dal rapporto di indebitamento D/E), dovrebbe essere quella prospettica e non quella desumibile dalle scritture contabili alla data di valutazione.

Sostituendo al WACC i suoi determinanti, possiamo riscrivere la (3) nella forma:

$$E = EV - D = f(\text{flussi prospettici operativi, } K_e, K_d, D/E, T) \quad (4)$$

La (4) evidenzia immediatamente la maggiore criticità insita nella stima del costo del capitale: il WACC deve essere calcolato in funzione del valore dell'Equity (E) che, in realtà, rappresenta la grandezza oggetto della stima. In pratica siamo in presenza del classico problema del gatto che si morde la coda o, in termini più tecnici, di un problema di circolarità.

Nel seguito viene illustrato un metodo per risolvere il problema di circolarità attraverso algoritmi iterativi, ormai resi disponibili dalle piattaforme di calcolo numerico piuttosto che da semplici fogli di calcolo.

Prima di illustrare il modello iterativo, vediamo rapidamente le variabili in gioco.

Il costo del capitale netto

Il costo del capitale netto (cost of equity) rappresenta il tasso di remunerazione atteso da coloro che investono nelle azioni di una società. La stima del costo del capitale netto (k_e) può essere ricondotta a diverse metodologie: tra queste la più utilizzata si basa sul Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Il CAPM si fonda sul presupposto che, attraverso un'efficace diversificazione di portafoglio, gli investitori sono in grado di neutralizzare parte del rischio riferibile allo specifico investimento (rischio specifico o rischio diversificabile). In tal modo solo la componente sistematica del rischio dovrà essere remunerata e, come tale, rileva ai fini della stima di k_e .

Secondo questo modello, il costo del capitale netto di un'impresa è dato dalla somma del tasso di rendimento dei titoli privi di rischio, maggiorato di un premio per il rischio, secondo la relazione:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad (5)$$

Dove:

R_f = rendimento dei titoli privi di rischio (risk-free rate)

R_m = rendimento atteso di un generico portafoglio di mercato
(costituito da tutti i titoli negoziati sul mercato)

β = misura della rischiosità dell'impresa analizzata, rispetto al rischio di mercato
(beta di business o industry beta)

Il tasso privo di rischio (Risk-free rate)

Un titolo privo di rischio è un titolo caratterizzato da una varianza nulla dei rendimenti (in pratica l'investitore conosce esattamente il rendimento effettivo a scadenza del titolo). Il tasso risk-free può essere ricondotto al rendimento offerto da attività finanziarie emesse da soggetti privi di rischio di credito, per i quali, cioè, il rischio di insolvenza è nullo (default risk nullo). Questa condizione, in linea di principio, può essere garantita esclusivamente da titoli emessi da Stati sovrani accreditati di stabilità finanziaria presso la comunità internazionale (ciò è dovuto al fatto che, almeno in linea teorica, ciascuno Stato, in virtù del potere di emettere moneta, è in grado di garantire il rimborso e la remunerazione dei titoli).

In generale, come tasso privo di rischio viene fatto riferimento al rendimento alla scadenza di titoli di Stato aventi una durata paragonabile all'orizzonte temporale dell'investimento considerato.

Per quanto riguarda la stima del costo del capitale azionario (k_e), viene generalmente fatto riferimento al rendimento dei titoli di Stato di lungo periodo negoziati al momento della valutazione, in quanto coerenti con la prospettiva di lungo termine propria di un investimento azionario (ad esempio i BTP decennali).

Va osservato che la condizione risk-free relativa ai titoli di Stato fa riferimento al rendimento nominale (correlato a eventuali dinamiche inflazionistiche o deflazionistiche) e non al valore reale.

Il premio per il rischio di mercato (Equity risk premium)

Il secondo parametro da stimare nel modello del CAPM è dato dal premio per il rischio di mercato (Market Risk Premium o Equity Risk Premium), definito dalla relazione:

$$\text{Equity risk premium (ERP)} = R_m - R_f \quad (6)$$

dove R_m rappresenta il rendimento atteso di un generico portafoglio azionario e R_f rappresenta il rendimento di un titolo privo di rischio. La nozione di premio per il rischio fa riferimento al rendimento addizionale (premio) che mediamente ciascun investitore si aspetta di ricevere a fronte della maggior rischiosità del proprio investimento in un portafoglio azionario rispetto a un investimento risk-free in titoli di Stato con scadenza paragonabile all'orizzonte temporale dell'investimento azionario stesso. I titoli azionari, infatti, prevedono un rendimento aggiuntivo rispetto al rendimento medio risk-free dei titoli di Stato, a motivo della volatilità dei propri rendimenti. Si osservi che, ai fini valutativi, ciò che importa è conoscere il premio per il rischio prospettico (forward-looking equity risk premium) e non tanto i rendimenti storici, per quanto questi costituiscano una base informativa preziosa nell'ambito dei modelli predittivi. L'Equity Risk Premium è reperibile nelle banche dati di analisti finanziari, centri studi, enti regolatori e agenzie specializzate.

Il beta

Il rendimento effettivo di un investimento può essere diverso dal rendimento atteso: tale differenza può essere ricondotta a cause di natura diversa, alcune direttamente riconducibili allo specifico investimento (rischi specifici), altre comuni a tutti gli investimenti di un certo settore industriale (rischi di settore), altre ancora comuni a tutti gli investimenti (rischi di mercato relativi alle dinamiche macroeconomiche, al corso dei cambi, alle dinamiche inflazionistiche, a variazioni del quadro di riferimento normativo, ecc.). Generalmente gli investitori non concentrano la loro ricchezza su un solo titolo, ma preferiscono investire in portafogli composti da diverse attività finanziarie, ciascuna con un proprio profilo rischio / rendimento. Attraverso la diversificazione di portafoglio l'investitore è in grado di ridurre il rischio del proprio investimento, dal momento che il profilo di rischio del singolo titolo viene in parte assorbito dal profilo di rischio dell'intero portafoglio. In tal modo detenere più titoli caratterizzati da diversa reattività alle dinamiche di mercato rappresenta una sorta di assicurazione, determinata dalle relazioni che si instaurano tra i titoli inseriti nel medesimo portafoglio. Il rischio di portafoglio può essere scomposto in due componenti elementari:

- rischio specifico (detto anche rischio non sistematico o rischio diversificabile), dovuto a fattori di rischio specificatamente riconducibili ai singoli titoli;
- rischio sistematico (detto anche rischio di mercato o rischio non diversificabile), dovuto a fattori di rischio correlabili ad un elevato numero di titoli in portafoglio (se non a tutti i titoli).

Il beta costituisce un indice che misura il modo in cui i rendimenti di un titolo si muovono in sintonia con i rendimenti azionari del mercato. Possiamo dire che il beta misura la rischiosità di una determinata impresa rispetto al rischio di mercato. Si osservi che il beta non rappresenta la rischiosità complessiva

di un titolo, bensì il rischio aggiuntivo di quel titolo rispetto a un portafoglio azionario diversificato. A differenza del tasso privo di rischio e dell'equity risk premium che vengono stimati con riferimento al mercato nella sua globalità, il beta è una variabile la cui stima è strettamente correlata ai fondamentali dell'impresa oggetto di valutazione.

Il beta di mercato (cioè la media del beta di tutti i titoli, ponderata per la rispettiva capitalizzazione) è uguale a 1. In genere il beta assume valori compresi tra 0 e 2. Ne consegue che titoli con:

- beta > 1 sono considerati più rischiosi, in quanto si muovono in modo più intenso rispetto al mercato;
- beta < 1 sono considerati meno rischiosi, in quanto registrano variazioni più contenute rispetto ad analoghe dinamiche di mercato.

Per le finalità valutative è opportuno analizzare il rischio d'impresa nelle sue componenti, operativa e finanziaria. Il rischio operativo è funzione della volatilità dei risultati operativi attesi dall'azienda, che, a sua volta, è funzione della struttura dei costi e della ciclicità del business; il rischio finanziario è funzione dell'indebitamento aziendale. Il beta, così come calcolato dalle agenzie specializzate, tiene conto del rischio operativo e del rischio finanziario dell'impresa analizzata (in questi casi il beta viene denominato anche beta levered o β_L). Per contro, il cosiddetto beta unlevered (β_U) misura il rischio correlato alla sola attività operativa aziendale (business risk), a sua volta determinato dal tipo di attività, dalle prospettive di crescita, dalla leva operativa, dalla dimensione, dal grado di diversificazione e di internazionalizzazione. Generalmente vale l'assunto secondo il quale imprese operanti all'interno dello stesso settore di attività, presentando ragionevolmente la medesima struttura dei costi (leva operativa), sono caratterizzate dallo stesso beta unlevered, non a caso denominato anche Business Risk Index (BRI). Il beta unlevered, quindi, rappresenta una misura del rischio operativo, a prescindere dalla struttura finanziaria e dalle politiche di indebitamento aziendali. Per contro il beta levered (β_L), dovendo stimare la rischiosità complessiva, oltre al rischio operativo prende in considerazione anche il rischio finanziario (financial risk), rappresentativo della particolare struttura finanziaria. La relazione seguente consente di effettuare il levering del beta:

$$\beta_L = \beta_U \left[1 + (1-T) \frac{D}{E} \right] \quad (7)$$

Dove:

T = aliquota marginale d'imposta (imposte dirette)

D = debiti finanziari (debiti a titolo oneroso)

E = capitale netto

D / E = Debt / Equity ratio (rapporto di indebitamento finanziario)

La (7) è di fondamentale importanza, in quanto consente di stimare il beta di una particolare impresa conoscendo il β_U (BRI) del settore di attività (calcolato da agenzie specializzate) e il Debt / Equity ratio (D / E) dell'impresa stessa. Anche in questo caso la stima del β_L risente dell'incertezza introdotta nel modello a motivo di una stima non coerente del rapporto di indebitamento (D / E).

Il costo del capitale di debito

Il costo del capitale di debito (k_d) misura il costo che l'azienda deve sostenere per prendere in prestito le risorse necessarie a finanziare la propria attività. Il sistema più semplice per stimare il costo del debito consiste nel rapportare gli oneri finanziari sostenuti al totale dei debiti finanziari, ottenendo un costo medio del debito. Tale approccio, spesso seguito nella prassi operativa, è discutibile. Infatti, dovendo attualizzare flussi di risultato futuri, la stima della variabile k_d non deve riferirsi al costo del debito negoziato nel passato, bensì al costo atteso del debito, ossia al costo che l'azienda dovrebbe sostenere se, al momento della valutazione, si rivolgesse al mercato finanziario per ottenere le risorse necessarie. Più in particolare, dal momento che l'orizzonte temporale di riferimento per la proiezione dei flussi di risultato è molto esteso o illimitato, k_d dovrà essere stimato con riferimento al lungo termine. In altri casi, per una stima del costo del debito è possibile scomporre la variabile k_d in due termini:

$$K_d = R_f + \text{Credit spread} \quad (8)$$

Dove:

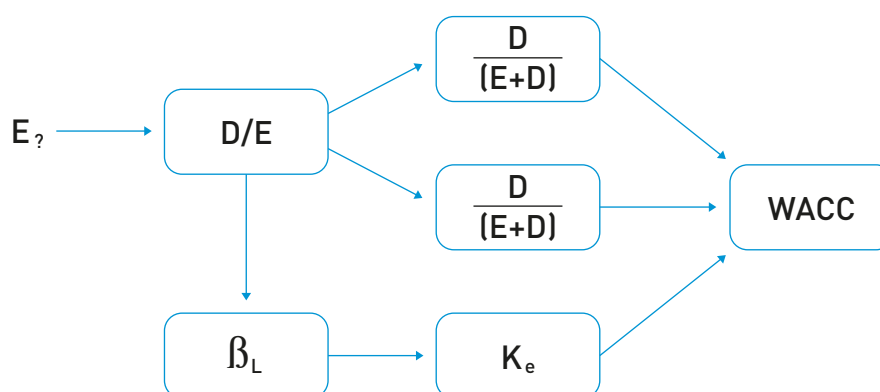
R_f = tasso free-risk (in genere un tasso a breve termine del mercato monetario, quale l'Euribor a sei mesi).

Credit spread = tasso di remunerazione del rischio di insolvenza dell'impresa (desumibile dal rating bancario attribuito)

Il metodo iterativo

L'analisi delle variabili in gioco per il calcolo del WACC evidenzia il ruolo decisivo giocato dal rapporto di indebitamento D/E , sia per il problema di circolarità già illustrato sia per l'incertezza che si propaga e amplifica all'interno del modello, coinvolgendo a cascata tutte le grandezze interessate dalla formula di calcolo (2) (vedi Tavola 2).

Tavola 2. Impatto del rapporto D/E sul WACC



Per costruire un modello di calcolo coerente del WACC, facciamo riferimento al metodo DCF (Discounted Cash Flow) nella sua prospettiva asset-side (·). Tale metodo consente di stimare il valore complessivo dell'impresa (EV = Enterprise Value) attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa della gestione operativa (FCFO - Free Cash Flow from Operations (·)), utilizzando quale tasso di attualizzazione il costo del capitale (WACC), secondo la relazione:

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFO_i}{(1 + WACC)^i} \quad (9)$$

È importante sottolineare la coerenza tra flussi di cassa e tasso di attualizzazione, entrambi definiti dal punto di vista di tutti gli investitori (asset-side), per riflettere il fatto che stiamo valutando l'intero capitale operativo. Il valore del capitale netto (E = Equity) viene poi ottenuto sottraendo dalla (9) il valore corrente dell'indebitamento finanziario netto.

Nella prassi professionale trova maggior consenso il modello previsionale analitico con stima del terminal value. Il procedimento analitico si basa sulla previsione analitica dei flussi prospettici per un periodo di "t" anni, generalmente corrispondente all'orizzonte di pianificazione previsto dal piano industriale; ciò comporta la necessità di stimare un valore residuo (il cosiddetto terminal value), capace di riflettere tutti i flussi di cassa successivi all'orizzonte analitico (in pratica il terminal value non è null'altro che una stima del valore aziendale al termine del periodo di pianificazione analitico). In tal modo le formule estimative prevedono:

- una proiezione analitica (generalmente estesa ai primi "t" anni del piano);
- una proiezione sintetica (per gli esercizi successivi), stimata attraverso il terminal value.

Nel nostro caso calcoleremo il terminal value (TV) considerando il valore attuale di una rendita perpetua crescente, secondo la relazione seguente (formula di Gordon):

$$TV = \frac{FCFO_{t+1}}{WACC - g} \quad (10)$$

Dove:

$FCFO_{t+1}$ = Free Cash Flow Operativo relativo all'esercizio t+1; $FCFO_{t+1} = FCFO_t \times (1+g)$
g = fattore di crescita annuale dei flussi.

In tal modo, considerando un periodo di previsione analitica di "t" anni, la (9) diventa:

$$EV = \sum_{i=1}^t \frac{FCFO_i}{(1 + WACC)^i} + \frac{TV}{(1 + WACC)^{t+1}} \quad (11)$$

Si osservi che, mettendo a sistema la (11) con alcune delle relazioni illustrate, siamo in grado di impostare un sistema non lineare di cinque equazioni di grado (t+1), nelle cinque incognite (EV, βL, ke, WACC, E).

$$EV = \sum_{i=1}^t \frac{FCFO_i}{(1+WACC)^i} + \frac{FCFO_{t+1}}{WACC-g} \frac{1}{(1+WACC)^{t+1}} \quad (11)$$

$$\beta_L = \beta_U \left[1 + (1-T) \frac{D}{E} \right] \quad (7)$$

$$K_e = R_f + \beta_L (R_m - R_f) \quad (5)$$

$$WACC = \frac{E}{E+D} K_e + \frac{D}{E+D} K_d (1-T) \quad (2)$$

$$E = EV - D \quad (3)$$

Risolvendo il sistema, siamo quindi in grado di calcolare correttamente il valore dell'Equity e del WACC, superando i precedenti problemi di circolarità e incertezza (il rapporto di indebitamento D / E non deve più essere stimato, ma scaturisce puntualmente dalla soluzione del sistema!).

Tuttavia, trattandosi di non linearità di grado anche elevato, il sistema risulta di difficile soluzione e richiede l'utilizzo di potenti strumenti di calcolo numerico. Fortunatamente siamo in grado di risolvere il sistema in modo più lineare, utilizzando un semplice foglio di calcolo e un metodo iterativo proprio della ricerca operativa. Vediamo un esempio.

Consideriamo un'azienda target e, tralasciando per semplicità l'intera analisi fondamentale, estraiamo dal piano i Free Cash Flow Operativi relativi all'orizzonte di pianificazione analitico sviluppato sui prossimi quattro anni (t = 4),

	Anno ₁	Anno ₂	Anno ₃	Anno _t	Anno _{t+1}
FCFO _i	2.665.000	3.218.000	3.960.000	4.425.000	TV

e facciamo riferimento alle assumptions riportate in Tavola 3.

Tavola 3. Assumptions

Risk free rate nominale (Rf)	3,17%
Equity Risk Premium (ERP)	6,01%
Beta unlevered	0,88
Costo del debito (kd)	5,75%
Tax rate	28,82%
Inflazione	5,66%
Tasso di crescita (g%)	1%
Debiti finanziari (mln/1.000)	7.400 €
Patrimonio Netto (book value) (mln/1.000)	650 €

I metodi iterativi partono da un'assunzione iniziale relativa al valore di una variabile in gioco, che viene via via corretta e fatta "convergere" al "valore vero" attraverso una serie di iterazioni circolari (in pratica, il valore vero cui converge il metodo iterativo coincide con la soluzione del nostro sistema di cinque equazioni).

Dal momento che, nel nostro caso, la variabile critica è rappresentata proprio dal rapporto di indebitamento, attiviamo la prima iterazione attribuendo un valore qualsiasi alla variabile D / E. Nell'esempio (vedi Tavola 4) poniamo per semplicità D / E = 1 e sviluppiamo in cascata tutte le formule di calcolo coerentemente con le assumptions della Tavola 3.

La prima iterazione si conclude con una prima stima dell'Equity (E = 44.952 euro), che ci consente di attivare la seconda iterazione, impostando un valore della variabile D / E in modo più accurato. Siamo quindi in grado di sviluppare l'intero modello di calcolo della seconda iterazione, arrivando a una stima più accurata dell'Equity (E = 44.280). Seguendo questa impostazione, possiamo quindi passare alle iterazioni successive, fino alla convergenza del metodo (si ha convergenza quando non cambiano i risultati delle variabili da una iterazione a quella successiva). Nel nostro caso è facile constatare che riusciamo a ottenere la convergenza già a partire dalla quarta iterazione.

Tavola 4. Metodo iterativo per il calcolo del WACC

	Iterazione 1	Iterazione 2	Iterazione 3	Iterazione 4	Iterazione 5	Iterazione 6
D/E	1,000	0,165	0,167	0,167	0,167	0,167
Beta levered	1,506	0,983	0,985	0,985	0,985	0,985
ke	12,223%	9,079%	9,088%	9,088%	9,088%	9,088%
D+E	14.800 €	52.352 €	51.680 €	51.683 €	51.683 €	51.683 €
D/(D+E)	50,00%	14,14%	14,32%	14,32%	14,32%	14,32%
E/(D+E)	50,00%	85,86%	85,68%	85,68%	85,68%	85,68%
WACC	8,336%	8,424%	8,424%	8,424%	8,424%	8,424%
EV	52.352 €	51.680 €	51.683 €	51.683 €	51.683 €	51.683 €
E	44.952 €	44.280 €	44.283 €	44.283 €	44.283 €	44.283 €

Il metodo iterativo ci porta facilmente alla soluzione del nostro sistema, senza la necessità di dover stimare (spesso in modo arbitrario e poco coerente) la variabile D / E (nell'esempio D / E = 0,167, coerentemente con il valore del debito finanziario e del capitale economico stimato).

Oltre a rappresentare la soluzione matematicamente più corretta, il metodo proposto ha il pregio di consentire la stima annuale delle variabili in gioco. Assumere che l'indebitamento rimanga costante lungo l'intero orizzonte di stima, infatti, non sembra una ipotesi realistica, specialmente in alcuni settori, dove i parametri che entrano nel calcolo del costo del capitale tendono a cambiare anche significativamente nel tempo, man mano che l'azienda cresce e tende a stabilizzarsi.

¹ I più recenti orientamenti dottrinali e professionali accordano una sempre crescente preferenza per le valutazioni asset-side: tale preferenza trae giustificazione dalla frequente necessità di stimare il valore di un'azienda unlevered, prescindendo quindi dalla sua struttura finanziaria.

² I FCFO rappresentano i flussi generati dalle attività operative che, dopo aver garantito la copertura delle imposte di competenza della gestione operativa, dei costi operativi, del fabbisogno di capitale circolante netto operativo (CCNO) e degli investimenti / disinvestimenti operativi netti, rimangono al servizio del capitale di debito (banche, obbligazionisti e finanziatori in genere) e del capitale di rischio (azionisti). Si noti che la nozione di free cash flow sta proprio a significare che i flussi sono liberi (nel senso di disponibili) per la remunerazione di investitori e finanziatori.

L'impairment test dell'avviamento nei bilanci delle banche

di Federico Guatri ⁽¹⁾, Nicola Manicone ⁽²⁾, Marco Villani ⁽³⁾

⁽¹⁾ Dottore commercialista, Studio Prof. Luigi Guatri

⁽²⁾ Dottore in Amministrazione, Finanza Aziendale e Controllo, Studio Prof. Luigi Guatri

⁽³⁾ Professore a contratto di "Valutazione delle aziende" presso l'Università Bocconi - Dottore commercialista e revisore legale, Studio Prof. Luigi Guatri

Premessa

L'articolo è suddiviso in due parti. Nella prima abbiamo illustrato il trattamento contabile dell'avviamento in base ai principi contabili internazionali, evidenziando, tra le altre cose, gli accorgimenti di cui è necessario tenere conto nell'ambito dello svolgimento dell'impairment test dello stesso che derivano dalla peculiare natura dell'attività bancaria. Invece, nella seconda abbiamo analizzato l'impairment test dell'avviamento svolto dalle principali banche commerciali europee in occasione della predisposizione del bilancio relativo all'esercizio 2022, con l'obiettivo di esplicitare le differenze e le similitudini tra le procedure adottate dalle stesse.

Il trattamento contabile dell'avviamento in base ai principi contabili internazionali

Lo IAS 38 "Intangible Assets" distingue tra l'avviamento generato internamente e quello acquisito nell'ambito di un'operazione di aggregazione aziendale.

In base al predetto principio contabile, «*Internally generated goodwill shall not be recognised as an asset*»⁽⁴⁾. In altre parole, l'impresa non può iscrivere in bilancio l'avviamento generato internamente. Tale scelta è da ricondurre al fatto che, secondo lo standard setter, lo stesso non rappresenta una risorsa identificabile (ossia separabile o che deriva da diritti contrattuali o da altri diritti legali) controllata dall'impresa il cui costo può essere misurato in modo sufficientemente affidabile.

Diverso è, invece, il trattamento riservato dai principi contabili internazionali all'avviamento acquisito nell'ambito di un'operazione di aggregazione aziendale. Infatti, in base all'IFRS 3 "Business Combinations", l'acquirente «*shall recognise goodwill as of the acquisition date measured as the excess of (a) over (b) below*»:

(a) *the aggregate of:*

(i) *the consideration transferred measured in accordance with this IFRS, which generally requires acquisition-date fair value (see paragraph 37);*

(ii) *the amount of any non-controlling interest in the acquiree measured in accordance with this IFRS; and*

(iii) *in a business combination achieved in stages (see paragraphs 41 and 42), the acquisition-date fair value of the acquirer's previously held equity interest in the acquiree.*

(b) *the net of the acquisition-date amounts of the identifiable assets acquired and the liabilities assumed measured in accordance with this IFRS.»*⁽⁵⁾.

Secondo il predetto principio contabile, l'avviamento rilevato in seguito alla contabilizzazione di un'operazione di aggregazione aziendale costituisce «*An asset representing the future economic benefits arising from other assets acquired in a business combination that are not individually identified and separately recognised*»⁽⁶⁾. In altre parole, l'avviamento rappresenta un'attività il cui valore trova fondamento nelle utilità che l'impresa si attende di conseguire da una pluralità di risorse che, pur essendo state acquisite nell'ambito dell'operazione di aggregazione aziendale, non possono essere rilevante autonomamente in occasione della contabilizzazione di quest'ultima.

Stante quanto precede, l'avviamento acquisito nell'ambito di un'operazione di aggregazione aziendale, a differenza di quello generato internamente, va rilevato in bilancio.

In base allo IAS 36 "Impairment of Assets", l'avviamento iscritto in bilancio deve essere sottoposto ad impairment test. Con questa espressione si identificano le valutazioni condotte dalle imprese al fine di verificare che le attività non siano iscritte in bilancio per un importo superiore al loro valore recuperabile. Secondo il predetto principio contabile, l'impresa deve verificare alla fine di ogni esercizio se vi sono

indicazioni che le sue attività possano aver subito una perdita di valore. In caso affermativo, le stesse dovranno essere sottoposte ad impairment test. Va peraltro evidenziato che l'avviamento, al pari delle attività immateriali la cui vita utile è indefinita e di quelle non ancora disponibili per l'uso, deve essere sottoposto ad impairment test almeno una volta l'anno, indipendentemente dalla presenza o meno di indicazioni di perdita di valore.

Lo IAS 36 identifica alcuni indicatori del fatto che le attività dell'impresa potrebbero aver subito una perdita di valore. Tali indicatori sono sia interni (7) che esterni (8) all'impresa.

In base allo IAS 36, al fine di verificare se un'attività ha subito una perdita di valore, è necessario confrontare il valore contabile (carrying amount) della stessa con il suo valore recuperabile (recoverable amount).

Il carrying amount rappresenta «*the amount at which an asset is recognised after deducting any accumulated depreciation (amortisation) and accumulated impairment losses thereon*» (9). Invece, il recoverable amount viene definito come il maggiore tra il fair value less costs of disposal e il value in use dell'attività.

Secondo l'IFRS 13 "Fair Value Measurement", cui rimanda lo IAS 36, il fair value rappresenta «*the price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date*» (10). Si tratta, in altre parole, del prezzo che l'impresa otterrebbe alla data di riferimento della stima vendendo un'attività o che, alternativamente, dovrebbe pagare per trasferire una passività, qualora ciò avvenisse nell'ambito di una normale transazione tra partecipanti al mercato.

In base allo IAS 36, il valore d'uso rappresenta, invece, «*the present value of the future cash flows expected to be derived from an asset or cash-generating unit*» (11). Si tratta, in altre parole, del valore attuale alla data di riferimento della stima dei flussi di cassa che si prevede deriveranno dall'attività o dalla cash generating unit.

Affinché l'impairment test abbia esito positivo è necessario che il valore recuperabile dell'attività sia superiore al suo valore contabile. In caso contrario, dovrà essere registrata una perdita di valore (impairment loss) di ammontare pari alla differenza tra le due grandezze appena citate.

In base allo IAS 36, se l'attività non genera entrate largamente indipendenti da quelle associate ad altre attività / gruppi di attività di cui dispone l'impresa, l'impairment test deve essere condotto prendendo a riferimento la cash generating unit (CGU) cui la stessa è riconducibile. Nel principio contabile, con la predetta espressione si fa riferimento al più piccolo gruppo di attività identificabile in grado di generare entrate indipendenti da quelle associate ad altre attività / gruppi di attività di cui dispone l'impresa.

La fattispecie di cui si discute si verifica nel caso dell'avviamento, il quale, in base allo IAS 36, ai fini dell'impairment test deve essere allocato alle cash generating unit dell'acquirente che ci si attende beneficeranno delle sinergie generate dall'operazione di aggregazione. Ciascuna cash generating unit a cui è allocato l'avviamento rappresenta, all'interno dell'impresa, il livello più basso con riferimento al quale lo stesso è monitorato per finalità di carattere gestionale. Inoltre, non può essere più ampia di un segmento operativo (prima dell'operazione di aggregazione) definito secondo quanto previsto dall'IFRS 8 "Operating Segments".

Affinché l'impairment test svolto a livello di cash generating unit abbia esito positivo è necessario che il valore recuperabile di quest'ultima sia superiore al suo valore contabile. In base allo IAS 36, lo stesso comprende:

- il valore contabile di tutte le attività che concorrono alla generazione delle entrate della cash generating unit che rilevano ai fini della stima del suo value in use;
- il valore contabile delle sole passività di cui è necessario tenere conto ai fini della stima del valore recuperabile della cash generating unit.

Se il valore recuperabile della cash generating unit è inferiore al suo valore contabile, la perdita di valore (che coincide con la differenza tra le due grandezze appena citate) deve essere per prima cosa portata a riduzione dall'avviamento allocato alla stessa. L'eventuale perdita di valore che dovesse residuare va allocata sulle altre attività comprese nella cash generating unit in proporzione al loro valore contabile.

A questo proposito, va considerato che il valore contabile residuo di ciascuna di esse non può essere inferiore al maggiore tra il fair value less costs of disposal della cash generating unit, il value in use della stessa e zero. Tutto ciò premesso, va considerato che le valutazioni relative alle banche richiedono degli accorgimenti specifici. Infatti, stante la natura dell'attività bancaria, la distinzione tra gestione operativa e gestione finanziaria perde di significato. Gli interessi che le banche corrispondono sui fondi raccolti e quelli che percepiscono sui finanziamenti erogati costituiscono, a tutti gli effetti, dei componenti di reddito afferenti all'attività caratteristica delle stesse. Inoltre, nel caso delle banche non ha senso parlare di capitale circolante commerciale, capitale investito operativo e posizione finanziaria netta. Stante quanto indicato, le banche (e quindi le relative cash generating unit) devono sempre essere valutate nella prospettiva equity side.

Aggiungiamo che il principale metodo assoluto utilizzato nelle applicazioni professionali per valutare le banche è, indipendentemente dalla finalità della stima, il dividend discount method nella variante excess capital.

In particolare, in base al dividend discount method nella variante excess capital, il valore della banca è pari al valore attuale dei dividendi che, dato un certo livello di patrimonializzazione obiettivo, ci si attende la stessa potrebbe potenzialmente distribuire ai propri azionisti.

La stima deve considerare anche gli apporti di capitale necessari per fronteggiare eventuali deficit di patrimonio rispetto al suddetto livello di patrimonializzazione.

In sostanza, nell'applicazione del metodo di cui si discute si assume quanto segue:

- che il patrimonio in eccesso rispetto a quello obiettivo possa essere distribuito agli azionisti della banca;
- che gli eventuali deficit di patrimonio rispetto a quello obiettivo debbano essere fronteggiati attraverso degli apporti di capitale.

L'impairment test dell'avviamento nei bilanci delle principali banche europee

L'impianto dell'analisi

Abbiamo analizzato l'impairment test dell'avviamento svolto dalle due principali (in termini di capitalizzazione di borsa) banche commerciali italiane, francesi, spagnole e britanniche e dalla principale (sempre in termini di capitalizzazione di borsa) banca commerciale tedesca ⁽¹²⁾⁽¹³⁾⁽¹⁴⁾ in occasione della predisposizione del bilancio relativo all'esercizio 2022, con l'obiettivo di esplicitare le differenze e le similitudini tra le procedure adottate dalle stesse.

In particolare, l'analisi si concentra sui seguenti aspetti:

- i criteri di identificazione delle cash generating unit considerate ai fini dello svolgimento dell'impairment test dell'avviamento;
- le modalità di stima del valore recuperabile delle cash generating unit;
- le ipotesi formulate ai fini dell'implementazione dei metodi concretamente adottati.

I criteri di identificazione delle cash generating unit

Nella Tavola 1 sono rappresentati i criteri di identificazione delle cash generating unit considerate ai fini dello svolgimento dell'impairment test dell'avviamento.

Invece, nella Tavola 2, le cash generating unit sono poste a confronto con i segmenti operativi individuati ai sensi dell'IFRS 8.

Tavola 1. I criteri di identificazione delle cash generating unit

	Criterio di identificazione delle cash generating unit
BNP Paribas S.A.	Tipologia di prodotti / servizi
Banco Santander S.A.	Area geografica
Intesa Sanpaolo S.p.A.	Area geografica, tipologia di prodotti / servizi
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A.	Area geografica
Deutsche Bank A.G.	Tipologia di prodotti / servizi
Crédit Agricole S.A.	Area geografica, tipologia di prodotti / servizi
Barclays P.L.C.	Tipologia di prodotti / servizi
HSBC Holdings P.L.C.	Area geografica, tipologia di prodotti / servizi
Banco BPM S.p.A.	Tipologia di prodotti / servizi

Fonte: elaborazione degli autori sulla base delle informazioni contenute nei bilanci delle banche

Tavola 2. Le cash generating unit ai sensi dello IAS 36 vs. i segmenti operativi ai sensi dell'IFRS 8

	Cash generating unit ai sensi dello IAS 36	Segmenti operativi ai sensi dell'IFRS 8
BNP Paribas S.A.	<p>Corporate & Institutional Banking Global Banking Global Markets Securities Services</p> <p>Commercial, Personal Banking & Services Arval Leasing Solutions Personal Finance Personal Investors New Digital Businesses Other</p> <p>Investment & Protection Services Asset Management Insurance Real Estate Wealth Management</p>	<p>Corporate & Institutional Banking Global Banking Global Markets Securities Services</p> <p>Commercial, Personal Banking & Services Commercial & Personal Banking in the eurozone Commercial & Personal Banking in the rest of the world Specialised businesses</p> <p>Asset Management Insurance Wealth Management</p>

	Cash generating unit ai sensi dello IAS 36	Segmenti operativi ai sensi dell'IFRS 8
Banco Santander S.A.	Santander UK Santander Bank Polska Santander US Auto Santander Holding USA (ex Auto) Santander Consumer Germany SAM Investment Holdings, Limited Santander Portugal Santander Consumer Nordics	Europe Spain United Kingdom Portugal Poland Other North America US Mexico Other South America Brazil Chile Argentina Other Digital Consumer Bank Corporate Centre
Intesa Sanpaolo S.p.A.	Banca dei Territori IMI Corporate & Investment Banking Insurance Asset Management Private Banking International Subsidiary Banks Bank of Alexandria (Egitto) Pravex Bank (Ucraina)	Banca dei Territori IMI Corporate & Investment Banking Insurance Asset Management Private Banking International Subsidiary Banks
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A.	The United States Mexico Turkey Colombia Chile Other	Spain Mexico Turkey South America Rest of Business
Deutsche Bank A.G.	Investment Bank Corporate Bank Asset Management Private Bank	Corporate Bank Investment Bank Private Bank Asset Management Capital Release Unit Corporate & Other
Crédit Agricole S.A.	French Retail Banking - LCL International Retail Banking - Italy International Retail Banking - Others Specialised Financial Services Asset Gathering Large Customers	Asset Gathering Large Customers Specialised Financial Services French Retail Banking - LCL International Retail Banking
Barclays P.L.C.	Personal Banking Business Banking Cards and Payments	Barclays UK Barclays International Head Office

	Cash generating unit ai sensi dello IAS 36	Segmenti operativi ai sensi dell'IFRS 8
HSBC Holdings P.L.C.	<p>Wealth and Personal Banking Europe Asia MENA North America Latin America</p> <p>Commercial Banking Europe Asia MENA North America Latin America</p> <p>Global Banking and Markets Europe Asia MENA North America Latin America</p>	<p>Wealth and Personal Banking Europe Asia MENA North America Latin America</p> <p>Commercial Banking Europe Asia MENA North America Latin America</p> <p>Global Banking and Markets Europe Asia MENA North America Latin America</p>
Banco BPM S.p.A.	<p>Retail Banca Akros Oaklins Bancassurance Protezione Banco BPM Vita</p>	<p>Retail Corporate Istituzionali Private Investment Banking Insurance Partnership Strategiche Corporate Center</p>

Fonte: elaborazione degli autori sulla base delle informazioni contenute nei bilanci delle banche

Segnaliamo, in particolare, quanto segue:

- ai fini dell’impairment test dell’avviamento, le cash generating unit a cui lo stesso è allocato sono identificate, a seconda della banca, in funzione della tipologia di prodotti / servizi offerti, dell’area geografica presidiata o di un mix dei predetti criteri;
- nella maggior parte dei casi, le cash generating unit sono identificate:
 - sulla base della tipologia di prodotti / servizi offerti ⁽¹⁶⁾;
 - tenendo conto sia della tipologia di prodotti / servizi offerti che dell’area geografica presidiata ⁽¹⁶⁾;
- le banche spagnole (Banco Santander S.A. e Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A.) individuano le cash generating unit in funzione dell’area geografica presidiata;
- nella quasi totalità dei casi, il criterio che ispira la definizione delle cash generating unit è il medesimo utilizzato ai fini dell’individuazione dei segmenti operativi ai sensi dell’IFRS 8. L’unica eccezione è rappresentata da Barclays P.L.C.. Infatti, nel caso di quest’ultima, le cash generating unit sono identificate sulla base della tipologia di prodotti / servizi offerti, mentre, invece, i segmenti operativi sono rappresentati dalla business unit domestica (“Barclays UK”), dalla business unit estera (“Barclays International”) e dalla business unit che offre servizi corporate centralizzati (“Head Office”);
- nel caso di HSBC Holdings P.L.C. le cash generating unit e i segmenti operativi coincidono;
- nel caso di Banco BPM S.p.A., sebbene sia stato adottato lo stesso criterio per la definizione delle cash generating unit e dei segmenti operativi ai sensi dell’IFRS 8 (tipologia di prodotti / servizi), gli stessi differiscono quasi totalmente. L’unica eccezione è costituita dalla business unit “Retail”, che identifica sia una cash generating unit che un segmento operativo.

Le modalità di stima del valore recuperabile delle cash generating unit

Come già scritto, lo IAS 36 definisce il recoverable amount come il maggiore tra il fair value less costs of disposal e il value in use dell'attività o della cash generating unit.

Dai bilanci relativi all'esercizio 2022 si evince che tutte le banche che compongono il campione oggetto di analisi assumono che il valore recuperabile coincida con il valore d'uso.

Va anche rilevato che, ai fini del calcolo del valore d'uso delle cash generating unit, tutte le banche ricorrono al dividend discount method nella variante excess capital (Tavola 3). Coerentemente con quanto già scritto in precedenza, in base a quest'ultimo, il valore d'uso della cash generating unit corrisponde valore attuale dei dividendi che, dato un certo livello di patrimonializzazione obiettivo, ci si attende potrebbero essere potenzialmente distribuiti.

Tavola 3. Il metodo impiegato per stimare il value in use delle cash generating unit

	Metodo di valutazione
BNP Paribas S.A.	Dividend discount method nella variante excess capital
Banco Santander S.A.	Dividend discount method nella variante excess capital
Intesa Sanpaolo S.p.A.	Dividend discount method nella variante excess capital
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A.	Dividend discount method nella variante excess capital
Deutsche Bank A.G.	Dividend discount method nella variante excess capital
Crédit Agricole S.A.	Dividend discount method nella variante excess capital
Barclays P.L.C.	Dividend discount method nella variante excess capital
HSBC Holdings P.L.C.	Dividend discount method nella variante excess capital
Banco BPM S.p.A.	Dividend discount method nella variante excess capital

Fonte: elaborazione degli autori sulla base delle informazioni contenute nei bilanci delle banche

Le ipotesi formulate ai fini dell'implementazione del dividend discount method nella variante excess capital

Le ipotesi in merito ai livelli di patrimonializzazione obiettivo formulate ai fini della quantificazione dei dividendi attesi

Nella Tavola 4 sono rappresentate le ipotesi in merito ai livelli di patrimonializzazione obiettivo formulate ai fini della quantificazione dei dividendi attesi.

Tavola 4. Le ipotesi relative ai livelli di patrimonializzazione obiettivo

	Ipotesi alla base dei dividendi prospettici
BNP Paribas S.A.	n.a.
Banco Santander S.A.	n.a.
Intesa Sanpaolo S.p.A.	"Con riferimento ai requisiti regolamentari di vigilanza, è stato utilizzato un Common Equity Tier 1 ratio del 10,25% così come risultante dal Risk Appetite Framework (RAF) di Gruppo e significativamente superiore al requisito patrimoniale (8,91%) comunicato dalla BCE a seguito degli esiti del Supervisory Review and Evaluation Process (SREP)."
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A.	n.a.
Deutsche Bank A.G.	"The DCF model uses earnings projections and respective capitalization assumptions based on five-year financial plans as well as longer term expectations on the impact of regulatory developments, which are discounted to their present value. Estimating future earnings and capital requirements involves judgment and the consideration of past and current performances as well as expected developments in the respective markets, and in the overall macroeconomic and regulatory environments."
Crédit Agricole S.A.	Dividendi prospettici determinati sulla base di Common Equity Tier 1 ratio diversi per cash generating unit: "French Retail Banking - LCL 10.33% International Retail Banking - Italy 9.48% International Retail Banking - Others 10.21% Specialised Financial Services 9.79% to 10.07% Asset Gathering 10.19% Large Customers 9.87% to 10.10%" (maggiori del Common Equity Tier 1 ratio di gruppo indicato dalla Banca Centrale Europea, pari al 7,9%)
Barclays P.L.C.	n.a.
HSBC Holdings P.L.C.	n.a.
Banco BPM S.p.A.	"I flussi distribuibili nel periodo esplicito (Dt) sono stati quindi determinati a partire dalle proiezioni 2023-25, come in precedenza illustrate, tenendo conto di un livello patrimoniale minimo stimato sulla base di un Common Equity Tier 1 (CET1) rappresentante il livello patrimoniale minimo che la BCE ha richiesto al Gruppo Banco BPM di rispettare in via continuativa a completamento del Supervisory Review and Evaluation Process (SREP), pari all'8,7%."

Fonte: elaborazione degli autori sulla base delle informazioni contenute nei bilanci delle banche

Si nota, in particolare, quanto segue:

- cinque delle nove banche che compongono il campione oggetto di analisi non effettuano disclosure relativamente alle ipotesi in merito ai livelli di patrimonializzazione obiettivo formulate ai fini della quantificazione dei dividendi attesi;
- Deutsche Bank A.G. e Banco BPM S.p.A. stimano i dividendi prospettici delle cash generating unit impiegando coefficienti patrimoniali allineati a quelli minimi indicati per l'esercizio 2022 dalla Banca Centrale Europea;
- Intesa Sanpaolo S.p.A. stima i dividendi prospettici delle cash generating unit impiegando i coefficienti patrimoniali correnti del gruppo, i quali sono maggiori rispetto a quelli minimi indicati per l'esercizio

2022 dalla Banca Centrale Europea ⁽¹⁷⁾;

• Crédit Agricole S.A. stima i dividendi prospettici delle cash generating unit impiegando dei Common Equity Tier 1 ratio specifici per ciascuna di esse, superiori alla misura minima indicata con riferimento all'esercizio 2022 dalla Banca Centrale Europea.

I tassi di attualizzazione

Nella Tavola 5 sono rappresentati i tassi di attualizzazione utilizzati per scontare i dividendi prospettici delle cash generating unit.

Tavola 5. I tassi di attualizzazione

	Cash generating unit	Tasso di attualizzazione
BNP Paribas S.A.	Corporate & Institutional Banking	
	Global Banking	n.a.
	Global Markets	n.a.
	Securities Services	n.a.
	Commercial, Personal Banking & Services	
	Arval	n.a.
	Leasing Solutions	n.a.
	Personal Finance	10,80%
	Personal Investors	n.a.
	New Digital Businesses	n.a.
	Other	n.a.
	Investment & Protection Services	
	Asset Management	n.a.
Insurance	n.a.	
Real Estate	n.a.	
Wealth Management	n.a.	
Banco Santander S.A.	Santander UK	11,10%
	Santander Bank Polska	15,60%
	Santander US Auto	12,20%
	Santander Holding USA (ex. Auto)	12,60%
	Santander Consumer Germany	9,40%
	SAM Investment Holdings, Limited	12,20%
	Santander Portugal	11,10%
	Santander Consumer Nordics	11,00%
Intesa Sanpaolo S.p.A.	Banca dei Territori	n.a.
	IMI Corporate & Investment Banking	Flussi: 10,57%; Terminal Value: 11,18%
	Insurance	Flussi: 10,27% ; Terminal Value: 10,88%
	Asset Management	Flussi: 10,12%; Terminal Value: 10,73%
	Private Banking	Flussi: 10,14% ; Terminal Value: 10,75%
	International Subsidiary Banks	n.a.
	Bank of Alexandria (Egitto)	n.a.
Pravex Bank (Ucraina)	n.a.	
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A.	The United States	n.a.
	Mexico	12,70%
	Turkey	n.a.
	Colombia	n.a.
	Chile	n.a.
	Other	n.a.
Deutsche Bank A.G.	Investment Bank	n.a.
	Corporate Bank	n.a.
	Asset Management	10,30%
	Private Bank	n.a.

	Cash generating unit	Tasso di attualizzazione
Crédit Agricole S.A.	French Retail Banking - LCL International Retail Banking - Italy International Retail Banking - Others Specialised Financial Services Asset Gathering Large Customers	7,60% 8,90% 18,30% 7,60% to 9,40% 7,60% to 8,10% 8,10% to 9,50%
Barclays P.L.C.	Personal Banking Business Banking Cards and Payments	"The range of equivalent pre-tax discount rates applicable across the CGUs range from 14.1% to 16.5%"
HSBC Holdings P.L.C.	Wealth and Personal Banking Europe Asia MENA North America Latin America Commercial Banking Europe Asia MENA North America Latin America Global Banking and Markets Europe Asia MENA North America Latin America	9,90% n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a.
Banco BPM S.p.A.	Retail Banca Akros Oaklins Bancasurance Protezione Banco BPM Vita	8,62% 8,92% 8,92% 8,39% 8,39%

Fonte: elaborazione degli autori sulla base delle informazioni contenute nei bilanci delle banche

Segnaliamo, in particolare, quanto segue:

- tutte le banche che compongono il campione oggetto di analisi impiegano dei tassi di attualizzazione specifici per ciascuna cash generating unit. Gli stessi sono determinati attraverso il Capital Asset Pricing Model;
- i tassi di sconto impiegati sono compresi in un intervallo che ha come estremi 7,6% e 18,3%;
- entrambi i tassi che rappresentano gli estremi dell'intervallo di cui al punto precedente sono impiegati da Crédit Agricole S.A.. In particolare, la stessa applica un tasso di sconto pari al 7,6% per attualizzare i dividendi prospettici relativi alle cash generating unit "French Retail Banking - LCL", "Specialised Financial Services" e "Asset Gathering" e un tasso di sconto pari al 18,3% per attualizzare quelli relativi alla cash generating unit "International Retail Banking - Others";
- Banco Santander S.A. applica un tasso di sconto pari al 15,6% per attualizzare i dividendi prospettici relativi alla cash generating unit "Santander Bank Polska";
- le scelte effettuate da Crédit Agricole S.A. e da Banco Santander S.A. relativamente, rispettivamente, alle cash generating unit "International Retail Banking - Others" e "Santander Bank Polska" sono dettate dal fatto che le stesse rappresentano business unit attive in mercati non maturi;

• tra le nove banche del campione analizzato, solo Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banco BPM S.p.A. descrivono analiticamente le logiche adottate per quantificare i singoli parametri utilizzati nell'applicazione del Capital Asset Pricing Model. In particolare:

- nel bilancio relativo all'esercizio 2022 di Intesa Sanpaolo S.p.A. si riporta che:

› «per quanto concerne il risk free ricompreso nel tasso di attualizzazione dei flussi finanziari [...], si è ritenuto di utilizzare il rendimento medio mensile (mese di dicembre 2022) dei titoli di Stato tedeschi (Bund) a 10 anni»⁽¹⁸⁾;

› «per quanto concerne il CRP ricompreso nel tasso di attualizzazione dei flussi finanziari [...], è stato considerato lo spread BTP-Bund medio del mese di dicembre 2022»⁽¹⁹⁾;

› per il calcolo dell'equity risk premium, «è stata utilizzata la media geometrica dell'equity risk premium rilevata sul mercato statunitense nel periodo 1928-2022 corretta per il differenziale tra il tasso di inflazione USA ed il tasso di inflazione tedesco (quale mercato di riferimento per la rilevazione del risk free)»⁽²⁰⁾;

› «il coefficiente Beta [...] è stato determinato identificando - per ogni CGU - un campione di società comparabili [...] e rispetto a questo campione è stato utilizzato il dato medio o mediano dei Beta rilevati attraverso osservazioni con periodicità mensile su un orizzonte di cinque anni»⁽²¹⁾;

- nel bilancio relativo all'esercizio 2022 di Banco BPM S.p.A. si riporta che il «Costo del Capitale (Ke) è stato determinato in base alla metodologia del Capital Asset Pricing Model (CAPM), secondo la quale il rendimento di un'attività rischiosa è pari alla somma tra un tasso privo di rischio (Rf) e un premio per il rischio (MRP) determinato tenendo conto della rischiosità specifica dell'attività»⁽²²⁾. In particolare:

› «la componente priva di rischio (Rf) [...] è determinata [...] prendendo a riferimento la media ad 1 anno dei rendimenti dei titoli di stato italiani BTP a 10 anni (3,13% è il valore al 31 dicembre 2022)»⁽²³⁾;

› «Con riferimento al coefficiente beta (β) [...] è stato utilizzato:

a) per la CGU Retail: un indicatore relativo ad un campione di società comparabili (banche italiane quotate) rilevato da Bloomberg. Al 31 dicembre 2022 il coefficiente β risulta pari a 1,06;

b) per la CGU Banca Akros e Oaklins: un indicatore medio relativo a un campione di società attive nell'Investment Banking rilevato da Bloomberg. Al 31 dicembre 2022 il coefficiente β risulta pari a 1,12;

c) per la CGU Bancassurance Protezione e per la CGU Banco BPM Vita: un indicatore relativo ad un campione comparabile di società attive nel settore assicurativo rilevato da Bloomberg. Al 31 dicembre 2022 il coefficiente β risulta pari a 1,01.

I suddetti coefficienti sono stati rilevati, con frequenza settimanale, su un orizzonte temporale di 5 anni»⁽²⁴⁾;

› «il premio per il rischio richiesto dal mercato [...] è stato determinato nella misura del 5,2%, sulla base dell'utilizzo di fonti in linea con la prassi valutativa»⁽²⁵⁾.

I tassi di crescita

Nella Tavola 6 sono rappresentati i tassi di crescita assunti ai fini della stima del valore terminale delle cash generating unit considerate.

Tavola 6: I tassi di crescita

	Cash generating unit	Tasso di crescita
BNP Paribas S.A.	Corporate & Institutional Banking	
	Global Banking	n.a.
	Global Markets	n.a.
	Securities Services	n.a.
	Commercial, Personal Banking & Services	
	Arval	n.a.
	Leasing Solutions	n.a.
	Personal Finance	2,00%
	Personal Investors	n.a.
	New Digital Businesses	n.a.
	Other	n.a.
	Investment & Protection Services	
	Asset Management	n.a.
	Insurance	n.a.
Real Estate	n.a.	
Wealth Management	n.a.	
Banco Santander S.A.	Santander UK	2,50%
	Santander Bank Polska	4,80%
	Santander US Auto	2,80%
	Santander Holding USA (ex. Auto)	3,50%
	Santander Consumer Germany	2,30%
	SAM Investment Holdings, Limited	2,50%
	Santander Portugal	2,30%
	Santander Consumer Nordics	2,50%
Intesa Sanpaolo S.p.A.	Banca dei Territori	n.a.
	IMI Corporate & Investment Banking	2,06%
	Insurance	2,06%
	Asset Management	2,06%
	Private Banking	2,06%
	International Subsidiary Banks	n.a.
	Bank of Alexandria (Egitto)	n.a.
	Pravex Bank (Ucraina)	n.a.
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A.	The United States	n.a.
	Mexico	6,30%
	Turkey	n.a.
	Colombia	n.a.
	Chile	n.a.
	Other	n.a.
Deutsche Bank A.G.	Investment Bank	n.a.
	Corporate Bank	n.a.
	Asset Management	3,00%
	Private Bank	n.a.
Crédit Agricole S.A.	French Retail Banking - LCL	2,00%
	International Retail Banking - Italy	2,00%
	International Retail Banking - Others	5,00%
	Specialised Financial Services	2,00%
	Asset Gathering	2,00%
	Large Customers	2,00%

	Cash generating unit	Tasso di crescita
Barclays P.L.C.	Personal Banking Business Banking Cards and Payments	2,00% 2,00% 2,00%
HSBC Holdings P.L.C.	Wealth and Personal Banking Europe Asia MENA North America Latin America Commercial Banking Europe Asia MENA North America Latin America Global Banking and Markets Europe Asia MENA North America Latin America	2,00% n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a. n.a.
Banco BPM S.p.A.	Retail Banca Akros Oaklins Bancassurance Protezione Banco BPM Vita	2,00% 2,00% 2,00% 2,00% 2,00%

Fonte: elaborazione degli autori sulla base delle informazioni contenute nei bilanci delle banche

Segnaliamo, in particolare, quanto segue:

- tutte le banche che compongono il campione oggetto di analisi impiegano dei tassi di crescita specifici per ciascuna cash generating unit. In base alle informazioni che è stato possibile evincere dai bilanci, in genere, i tassi di crescita assunti con riferimento alle diverse cash generating unit riflettono le misure attese del tasso di inflazione e del tasso di crescita che caratterizzano l'area geografica nella quale le stesse operano;
- i tassi di crescita impiegati sono compresi in un intervallo che ha come estremi 2,0% e 6,3%;
- il tasso che rappresenta l'estremo inferiore dell'intervallo di cui al punto precedente (2,0%) è il più diffuso ed è impiegato da BNP Paribas S.A., Crédit Agricole S.A., Barclays P.L.C., HSBC Holdings P.L.C. e da Banco BPM S.p.A..⁽²⁶⁾ Invece, il tasso che rappresenta l'estremo superiore del suddetto intervallo (6,3%) è impiegato da Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A. per la stima del valore terminale della cash generating unit "Mexico";
- Banco Santander S.A. utilizza un tasso di crescita pari al 4,8% per la stima del valore terminale della cash generating unit "Santander Bank Polska";
- Crédit Agricole S.A. utilizza un tasso di crescita pari al 5,0% per la stima del valore terminale della cash generating unit "International Retail Banking - Others";
- le scelte effettuate da Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A., Banco Santander S.A. e Crédit Agricole S.A. relativamente, rispettivamente, alle cash generating unit "Mexico", "Santander Bank Polska" e "International Retail Banking - Others" sono dettate dal fatto che le stesse rappresentano business unit attive in economie non ancora mature e che, pertanto, sono caratterizzate da elevati tassi di crescita attesa;
- tra le nove banche del campione analizzato, solo Intesa Sanpaolo S.p.A. descrive analiticamente le logiche adottate per quantificare il tasso di crescita. In particolare, nel bilancio relativo all'esercizio 2022

della stessa si riporta che:

- «il tasso *g* è stato determinato come tasso medio di crescita del PIL nominale dell'Italia [unico paese in cui sono attive cash generating unit a cui è allocato l'avviamento], osservato e previsto nel periodo 2008-2027 [...]. In particolare, il PIL nominale risulta dalla somma del tasso di crescita del PIL reale e del tasso d'inflazione. I dati attesi di PIL reale e di inflazione, utilizzati per il calcolo del tasso *g*, sono stati desunti dalle proiezioni della Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo»⁽²⁷⁾;
- al «fine di considerare le varie fasi del ciclo economico, il tasso di crescita per la stima del valore terminale è stato determinato come media dei tassi del PIL per il periodo 2008-2027, in quanto ritenuto sufficientemente ampio per includere, e dunque mediare, sia periodi di forte crisi, sia un periodo prospettico di ritorno ad un contesto di moderata crescita economica»⁽²⁸⁾;
- «in un'ottica prudentiale, è stato verificato che il tasso *g* non risultasse superiore al tasso di crescita del PIL nominale dell'Italia nel 2027 o, per ciascuna CGU, al tasso di crescita dell'ultimo anno di previsioni analitiche»⁽²⁹⁾.

Conclusioni

Nella prima parte dell'articolo abbiamo illustrato il trattamento contabile dell'avviamento in base ai principi contabili internazionali, evidenziando, tra le altre cose, gli accorgimenti di cui è necessario tenere conto nell'ambito dello svolgimento dell'impairment test dello stesso che derivano dalla peculiare natura dell'attività bancaria. Invece, nella seconda parte abbiamo analizzato l'impairment test dell'avviamento svolto dalle principali banche commerciali europee in occasione della predisposizione del bilancio relativo all'esercizio 2022, con l'obiettivo di esplicitare le differenze e le similitudini tra le procedure adottate dalle stesse. A questo proposito, sono stati approfonditi, in particolare, i seguenti aspetti:

- i criteri di identificazione delle cash generating unit considerate ai fini dello svolgimento dell'impairment test dell'avviamento;
- le modalità di stima del valore recuperabile delle cash generating unit;
- le ipotesi formulate ai fini dell'implementazione dei metodi concretamente adottati.

Dagli approfondimenti svolti è emerso, in particolare, quanto segue:

- ai fini dell'impairment test dell'avviamento, le cash generating unit a cui lo stesso è allocato sono identificate, a seconda della banca, in funzione della tipologia di prodotti / servizi offerti, dell'area geografica presidiata o di un mix dei predetti criteri;
- nella quasi totalità dei casi, il criterio che ispira la definizione delle cash generating unit è il medesimo utilizzato ai fini dell'individuazione dei segmenti operativi ai sensi dell'IFRS 8;
- tutte le banche che compongono il campione oggetto di analisi assumono che il valore recuperabile coincida con il valore d'uso;
- ai fini del calcolo del valore d'uso delle cash generating unit, tutte le banche ricorrono al dividend discount method nella variante excess capital;
- solo alcune banche esplicitano le ipotesi in merito al livello di patrimonializzazione obiettivo assunto ai fini della determinazione dei dividendi prospettici. Ciò detto, in base alle informazioni a disposizione, le soluzioni adottate variano da banca a banca. Ad esempio:
 - Intesa Sanpaolo S.p.A. impiega dei coefficienti patrimoniali corrispondenti a quelli correnti del gruppo, i quali sono maggiori rispetto a quelli minimi indicati per l'esercizio 2022 dalla Banca Centrale Europea;
 - Deutsche Bank A.G. e Banco BPM S.p.A. impiegano dei coefficienti patrimoniali allineati a quelli minimi indicati per l'esercizio 2022 dalla Banca Centrale Europea;
 - Crédit Agricole S.A. impiega dei coefficienti patrimoniali specifici per ciascuna cash generating unit,

i quali sono superiori alla misura minima indicata con riferimento all'esercizio 2022 dalla Banca Centrale Europea;

- tutte le banche che compongono il campione oggetto di analisi impiegano dei tassi di attualizzazione specifici per ciascuna cash generating unit. Gli stessi sono determinati attraverso l'applicazione del Capital Asset Pricing Model;
- i tassi di attualizzazione sono compresi in un intervallo che ha come estremi 7,6% e 18,3%. Quelli maggiori sono associati alle cash generating unit attive in mercati non maturi;
- tutte le banche che compongono il campione oggetto di analisi impiegano ai fini della stima del valore terminale delle cash generating unit dei tassi di crescita specifici per ciascuna di esse. In genere, gli stessi riflettono la misura attesa del tasso di inflazione e del tasso di crescita che caratterizzano l'area geografica nella quale opera la cash generating unit;
- i tassi di crescita sono compresi in un intervallo che ha come estremi 2,0% e 6,3%. Quelli maggiori sono associati alle cash generating unit attive in mercati non maturi;
- il livello di disclosure in merito all'impairment test dell'avviamento varia da banca a banca. Ciò detto, la disclosure offerta dalle banche italiane è senza dubbio superiore a quella delle banche estere.

⁴ Paragrafo 48.

⁵ Paragrafo 32.

⁶ Appendix A - Defined terms.

⁷ Gli indicatori interni sono rappresentati da quanto segue:

- 1) Vi sono evidenze del fatto che l'attività ha subito delle forme di obsolescenza o un deterioramento fisico;
- 2) le condizioni di utilizzo di un'attività sono mutate oppure ci si attende che muteranno nel prossimo futuro e si ritiene che ciò avrà degli effetti negativi per l'impresa che la controlla;
- 3) l'impresa è a conoscenza del fatto che i risultati conseguiti attraverso lo sfruttamento dell'attività sono peggiori di quelli previsti o lo saranno in futuro.

⁸ Gli indicatori esterni sono rappresentati da quanto segue:

- 1) Vi sono indicazioni del fatto che il valore dell'attività ha subito una riduzione maggiore rispetto a quella che ci si poteva attendere per effetto del passaggio del tempo o dell'utilizzo;
- 2) ci sono stati / ci saranno nel prossimo futuro dei cambiamenti significativi in ambito tecnologico, commerciale, economico o legale i cui effetti per l'impresa sono / saranno negativi;
- 3) nel corso dell'esercizio sono aumentati i tassi di interesse e / o altri tassi di mercato ed è probabile che ciò si tradurrà in un incremento del tasso di attualizzazione impiegato ai fini della stima del value in use dell'attività e, più in generale, in una riduzione significativa del valore recuperabile della stessa;
- 4) il patrimonio netto dell'impresa è superiore alla sua capitalizzazione di borsa.

⁹ Paragrafo 6.

¹⁰ Paragrafo 9.

¹¹ Paragrafo 6.

¹² Le banche che compongono il campione sono le seguenti: BNP Paribas S.A., Banco Santander S.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A., Banco BPM S.p.A., Deutsche Bank A.G., Crédit Agricole S.A., Barclays P.L.C. e HSBC Holdings P.L.C..

¹³ Unicredit S.p.A. è la seconda banca commerciale italiana in termini di capitalizzazione di borsa. Tenuto conto del fatto che Unicredit S.p.A. non ha avviamento iscritto nel proprio bilancio, per le finalità che qui rilevano la stessa è stata sostituita da Banco BPM S.p.A..

¹⁴ CommerzBank A.G. è la seconda banca commerciale tedesca in termini di capitalizzazione di borsa. La stessa, al pari di Unicredit S.p.A., non ha avviamento iscritto nel proprio bilancio. Tenuto conto del fatto che la capitalizzazione di borsa delle altre banche tedesche diverse da Deutsche Bank A.G. è particolarmente contenuta, nell'ambito dell'analisi descritta nel presente articolo si è tenuto conto solo di quest'ultima.

¹⁵ Le banche che adottano tale criterio sono BNP Paribas S.A., Deutsche Bank A.G., Barclays P.L.C. e Banco BPM S.p.A..

¹⁶ Le banche che adottano tale criterio sono Intesa Sanpaolo S.p.A., Crédit Agricole S.A. e HSBC Holdings P.L.C..

¹⁷ La Banca Centrale Europea conduce annualmente un processo denominato Supervisory Review and Evaluation Process (SREP) mediante il quale analizza i profili di rischio delle banche. Lo stesso si traduce, in particolare, nella definizione dei requisiti patrimoniali che le banche devono rispettare.

¹⁸ Pagina 355.

¹⁹ Pagina 355.

²⁰ Pagina 355.

²¹ Pagine 355 e 356.

²² Pagina 312.

²³ Pagina 312.

²⁴ Pagina 312.

²⁵ Pagina 312.

²⁶ BNP Paribas S.A. e Crédit Agricole S.A. (così come Banco Santander S.A.) utilizzano tassi di crescita diversi per cash generating unit. In particolare, Crédit Agricole S.A. utilizza un tasso di crescita pari al 2,0% per la stima del valore terminale di tutte le cash generating unit ad eccezione di quella "International Retail Banking - Others".

²⁷ Pagina 354.

²⁸ Pagine 354 e 355.

²⁹ Pagina 355.

Elementi quantitativi

RICERCA TRIMESTRALE SUI MOLTIPLICATORI DI SETTORE
PER LE VALUTAZIONI AZIENDALI

A cura di **Salvidio & Partners**
www.salvidio.com

salvidio & partners

Contenuti

Le seguenti Tavole pubblicate riportano i moltiplicatori EV / Sales, EV / Ebitda, EV / Ebit, P / Ebt e P / Tbv, relativi a venticinque macro-settori merceologici. La data di riferimento della stima dei moltiplicatori è quella della chiusura del trimestre più recente, indicato nel titolo delle Tavole. I moltiplicatori sono di tipo "trailing" (i dati contabili adoperati per la loro determinazione sono quelli dei dodici mesi anteriori alla chiusura del trimestre). Per la determinazione dei moltiplicatori si è fatto riferimento ad un campione di circa 20.000 società quotate. Per i criteri di selezione delle società e per la metodologia di stima adoperata, si rinvia al sito web di Salvidio & Partners (www.salvidio.com) che cura il contenuto della presente "sezione quantitativa" della rivista Valutazioni Economiche per quanto riguarda i moltiplicatori. Nell'ultima Tavola sono elencati i sotto-settori che confluiscono nei singoli macro-settori.

Legenda

EV / Sales	Moltiplicatore "Enterprise value to Sales"
EV / Ebitda	Moltiplicatore "Enterprise value to Earnings before interests taxes depreciation amortisation"
EV / Ebit	Moltiplicatore "Enterprise value to Earnings before interests and taxes"
P / Ebt	Moltiplicatore "Price to Earnings before taxes"
P / Tbv	Moltiplicatore "Price to Tangible book value"
Min	Valore minimo
Q1	Primo quartile
Mediana	Mediana
Q3	Terzo quartile
Max	Valore massimo
Media	Media aritmetica
Nr. Società	Numero società del campione

Disclaimer

I moltiplicatori presentati nella "sezione quantitativa" di Valutazioni Economiche sono offerti tal quali, senza garanzia alcuna di correttezza e completezza e per mero scopo di informazione statistica. Si ricorda che ogni decisione d'investimento e ogni valutazione (effettuata per qualsivoglia finalità) deve essere preceduta dal diligente ed esaustivo esame dell'oggetto d'investimento e / o di stima, condotto secondo la miglior prassi professionale e con adeguate assistenza ed esperienza specialistiche. In nessun caso il mero

utilizzo di un moltiplicatore "di settore" può ritenersi idoneo ad assumere una decisione d'investimento o sufficiente ad effettuare una valutazione fondata. Valutazioni Economiche e Salvidio & Partners declinano, pertanto, ogni responsabilità da possibili conseguenze negative derivanti dall'impiego dei moltiplicatori pubblicati nelle seguenti pagine.

Tavola 1. Moltiplicatori EV / Sales - III Trimestre 2023

Moltiplicatori EV / Sales - III Trimestre 2023	Min	Q1	Mediana	Q3	Max	Media	Nr. Società
Combustibili fossili (estrazione, produzione, distribuzione)	0,01	0,60	1,32	2,36	6,18	1,68	696
Materiali "di base" (minerali, metalli, chimica, materiali per l'edilizia, legname, carta, contenitori)	0,01	0,75	1,31	2,36	6,47	1,75	2.436
"Beni capitali" per industria, edilizia, trasporti, aerospazio, difesa, agricoltura	0,02	0,67	1,37	2,52	6,85	1,82	3.107
Servizi intellettuali e tecnici, svolti da professionisti e imprese	0,05	0,80	1,55	3,27	8,95	2,29	693
Trasporto aereo, navale, terrestre e relative infrastrutture	0,02	0,80	1,58	3,04	7,49	2,15	627
Veicoli e loro componenti	0,02	0,53	1,03	2,12	5,95	1,52	627
Beni durevoli per i consumatori	0,01	0,69	1,18	1,95	4,90	1,49	949
Servizi per i consumatori	0,07	1,14	2,12	3,54	8,71	2,61	710
Distribuzione e vendita al dettaglio di beni di consumo voluttuari	0,00	0,45	0,80	1,37	3,40	1,01	673
Distribuzione e vendita al dettaglio di beni di prima necessità	0,03	0,35	0,60	0,95	2,15	0,72	273
Alimenti, bevande, tabacco	0,03	0,66	1,20	2,13	5,46	1,59	975
Prodotti per la cura della casa e della persona	0,06	0,97	1,77	2,74	5,91	2,04	201
Sanità (strutture, servizi, strumenti, attrezzature, apparecchiature)	0,00	1,28	2,56	4,96	13,23	3,51	852
Farmaceutica, biotecnologie, scienze della vita	0,01	1,82	3,48	6,76	24,84	5,25	1.128
Istituti di credito	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Servizi finanziari	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Assicurazioni	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Software e servizi dell'informatica	0,01	1,16	2,69	5,16	13,69	3,67	1.115
Hardware, computer, periferiche, elettronica, componenti	0,00	0,77	1,56	3,11	8,44	2,19	1.449
Semiconduttori e apparecchiature a semiconduttori	0,09	1,43	2,62	5,62	13,87	3,87	686
Telecomunicazioni	0,23	1,29	2,08	2,86	6,44	2,25	213
Media e intrattenimento	0,06	0,89	1,68	3,11	9,07	2,34	723
Imprese di produzione e distribuzione di energia, calore, acqua	0,10	1,49	2,83	5,13	12,51	3,69	562
Fondi immobiliari	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Servizi per il mercato immobiliare	0,01	1,77	4,08	9,68	24,02	6,11	838

Tavola 2. Moltiplicatori EV / Ebitda - III Trimestre 2023

Moltiplicatori EV / Ebitda - III Trimestre 2023	Min	Q1	Mediana	Q3	Max	Media	Nr. Società
Combustibili fossili (estrazione, produzione, distribuzione)	0,06	2,97	4,91	8,26	18,36	5,92	635
Materiali "di base" (minerali, metalli, chimica, materiali per l'edilizia, legname, carta, contenitori)	0,23	6,00	9,86	16,65	39,61	12,46	2.153
"Beni capitali" per industria, edilizia, trasporti, aerospazio, difesa, agricoltura	0,21	6,68	10,78	17,91	43,25	13,46	2.699
Servizi intellettuali e tecnici, svolti da professionisti e imprese	1,20	6,66	9,73	14,68	33,29	11,43	604
Trasporto aereo, navale, terrestre e relative infrastrutture	0,05	4,82	7,43	10,93	23,61	8,34	568
Veicoli e loro componenti	0,21	5,50	8,66	15,08	36,11	11,17	547
Beni durevoli per i consumatori	0,12	6,17	9,37	14,90	34,86	11,66	822
Servizi per i consumatori	0,21	6,93	10,62	16,12	36,58	12,45	609
Distribuzione e vendita al dettaglio di beni di consumo voluttuari	0,02	5,28	8,00	12,21	26,55	9,27	594
Distribuzione e vendita al dettaglio di beni di prima necessità	0,82	5,99	8,34	10,94	20,08	8,80	254
Alimenti, bevande, tabacco	0,68	7,11	10,41	16,22	35,21	12,54	908
Prodotti per la cura della casa e della persona	0,69	9,75	12,68	17,47	33,38	13,93	175
Sanità (strutture, servizi, strumenti, attrezzature, apparecchiature)	0,01	8,84	13,48	22,48	52,35	16,37	643
Farmaceutica, biotecnologie, scienze della vita	0,48	9,57	15,09	24,07	55,21	18,18	718
Istituti di credito	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Servizi finanziari	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Assicurazioni	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Software e servizi dell'informatica	0,16	8,87	14,61	26,16	71,11	19,83	751
Hardware, computer, periferiche, elettronica, componenti	0,00	7,39	12,04	20,67	49,45	15,56	1.165
Semiconduttori e apparecchiature a semiconduttori	0,59	7,76	13,55	23,93	63,44	18,08	526
Telecomunicazioni	0,73	4,80	6,56	9,31	18,60	7,33	198
Media e intrattenimento	0,51	6,04	9,23	16,47	42,92	12,41	554
Imprese di produzione e distribuzione di energia, calore, acqua	0,33	7,46	10,30	13,87	27,46	11,14	521
Fondi immobiliari	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Servizi per il mercato immobiliare	0,03	9,15	14,77	23,06	51,07	16,82	676

Tavola 3. Moltiplicatori EV / Ebit - III Trimestre 2023

Moltiplicatori EV / Ebit - III Trimestre 2023	Min	Q1	Mediana	Q3	Max	Media	Nr. Società
Combustibili fossili (estrazione, produzione, distribuzione)	0,06	4,08	7,33	12,99	30,02	9,11	604
Materiali "di base" (minerali, metalli, chimica, materiali per l'edilizia, legname, carta, contenitori)	0,32	8,37	14,06	24,56	62,11	18,27	1.926
"Beni capitali" per industria, edilizia, trasporti, aerospazio, difesa, agricoltura	0,22	8,97	14,56	23,83	57,26	17,86	2.523
Servizi intellettuali e tecnici, svolti da professionisti e imprese	0,86	9,69	13,99	21,10	46,34	16,41	572
Trasporto aereo, navale, terrestre e relative infrastrutture	0,06	7,81	12,36	18,42	40,49	14,00	534
Veicoli e loro componenti	0,34	8,72	14,27	24,33	61,08	18,19	491
Beni durevoli per i consumatori	0,14	7,92	12,64	20,94	49,02	15,56	742
Servizi per i consumatori	0,23	11,27	17,86	27,79	63,08	21,41	554
Distribuzione e vendita al dettaglio di beni di consumo voluttuari	0,02	8,52	12,68	18,90	42,95	14,97	544
Distribuzione e vendita al dettaglio di beni di prima necessità	1,02	9,98	13,99	19,91	39,56	15,62	237
Alimenti, bevande, tabacco	0,85	10,27	15,10	23,41	53,48	18,18	837
Prodotti per la cura della casa e della persona	0,95	13,01	18,13	25,97	52,92	20,03	162
Sanità (strutture, servizi, strumenti, attrezzature, apparecchiature)	0,02	12,81	20,88	32,44	77,81	24,30	607
Farmaceutica, biotecnologie, scienze della vita	0,57	12,16	20,60	31,85	67,06	23,76	636
Istituti di credito	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Servizi finanziari	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Assicurazioni	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Software e servizi dell'informatica	0,21	12,17	19,65	37,09	95,80	26,54	695
Hardware, computer, periferiche, elettronica, componenti	0,00	10,13	16,67	28,72	71,40	21,78	1.047
Semiconduttori e apparecchiature a semiconduttori	0,62	10,10	18,72	35,80	96,83	26,43	470
Telecomunicazioni	1,94	9,47	13,56	18,74	38,46	14,83	182
Media e intrattenimento	0,62	8,79	14,43	26,70	72,28	19,21	507
Imprese di produzione e distribuzione di energia, calore, acqua	0,34	10,81	16,17	22,91	51,49	18,01	486
Fondi immobiliari	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Servizi per il mercato immobiliare	0,03	10,37	16,91	25,21	58,98	18,94	647

Tavola 4. Moltiplicatori P / Ebt - III Trimestre 2023

Moltiplicatori P / Ebt - III Trimestre 2023	Min	Q1	Mediana	Q3	Max	Media	Nr. Società
Combustibili fossili (estrazione, produzione, distribuzione)	0,52	3,53	6,10	10,52	24,86	7,71	562
Materiali "di base" (minerali, metalli, chimica, materiali per l'edilizia, legname, carta, contenitori)	0,65	7,36	12,61	23,22	61,91	17,19	1.875
"Beni capitali" per industria, edilizia, trasporti, aerospazio, difesa, agricoltura	0,82	8,04	13,73	23,50	56,49	17,59	2.486
Servizi intellettuali e tecnici, svolti da professionisti e imprese	0,18	9,20	13,61	22,22	47,95	16,90	560
Trasporto aereo, navale, terrestre e relative infrastrutture	0,91	6,30	9,93	15,55	34,17	11,74	508
Veicoli e loro componenti	1,27	6,91	12,25	22,77	56,47	16,65	485
Beni durevoli per i consumatori	0,41	7,19	11,71	20,61	48,07	15,21	751
Servizi per i consumatori	0,83	10,05	16,10	26,44	66,79	20,45	522
Distribuzione e vendita al dettaglio di beni di consumo voluttuari	1,39	6,67	10,44	16,64	38,38	12,50	516
Distribuzione e vendita al dettaglio di beni di prima necessità	0,45	8,07	11,58	17,38	36,13	13,61	235
Alimenti, bevande, tabacco	1,18	8,70	13,85	22,01	52,82	16,92	801
Prodotti per la cura della casa e della persona	3,91	12,82	17,58	25,52	51,84	19,86	152
Sanità (strutture, servizi, strumenti, attrezzature, apparecchiature)	0,35	12,27	20,17	31,78	77,89	24,07	585
Farmaceutica, biotecnologie, scienze della vita	2,49	12,37	20,19	32,46	68,30	24,02	634
Istituti di credito	0,60	4,76	6,13	7,94	14,35	6,50	793
Servizi finanziari	0,01	7,38	13,32	25,15	62,69	18,21	876
Assicurazioni	0,71	6,46	9,65	14,69	33,29	11,27	267
Software e servizi dell'informatica	1,60	12,43	20,93	37,17	95,01	27,49	690
Hardware, computer, periferiche, elettronica, componenti	1,14	10,13	16,12	28,07	67,97	21,04	1.058
Semiconduttori e apparecchiature a semiconduttori	2,04	10,82	19,01	36,03	97,91	26,52	482
Telecomunicazioni	0,46	8,12	11,42	17,07	34,82	13,30	171
Media e intrattenimento	0,59	8,68	15,21	27,72	76,24	20,54	497
Imprese di produzione e distribuzione di energia, calore, acqua	0,45	7,98	12,04	17,80	40,22	13,98	454
Fondi immobiliari	8,10	12,67	16,93	23,09	41,80	19,70	17
Servizi per il mercato immobiliare	0,13	6,16	10,80	17,34	44,96	13,15	590

Tavola 5. Moltiplicatori P / Tbv - III Trimestre 2023

Moltiplicatori P / Tbv - III Trimestre 2023	Min	Q1	Mediana	Q3	Max	Media	Nr. Società
Combustibili fossili (estrazione, produzione, distribuzione)	0,20	0,91	1,37	2,18	5,16	1,66	679
Materiali "di base" (minerali, metalli, chimica, materiali per l'edilizia, legname, carta, contenitori)	0,13	0,99	1,68	2,84	6,94	2,10	2.555
"Beni capitali" per industria, edilizia, trasporti, aerospazio, difesa, agricoltura	0,10	1,09	2,02	3,43	8,50	2,49	2.889
Servizi intellettuali e tecnici, svolti da professionisti e imprese	0,19	1,52	2,65	4,70	11,48	3,42	509
Trasporto aereo, navale, terrestre e relative infrastrutture	0,17	0,88	1,45	2,56	6,00	1,88	522
Veicoli e loro componenti	0,21	0,85	1,78	3,15	7,57	2,22	611
Beni durevoli per i consumatori	0,16	1,01	1,81	3,09	7,40	2,27	900
Servizi per i consumatori	0,08	1,36	2,80	5,12	11,98	3,61	538
Distribuzione e vendita al dettaglio di beni di consumo voluttuari	0,13	1,04	2,04	3,59	8,97	2,58	575
Distribuzione e vendita al dettaglio di beni di prima necessità	0,26	1,11	1,95	4,22	9,91	3,05	238
Alimenti, bevande, tabacco	0,18	1,05	1,92	3,46	8,17	2,44	898
Prodotti per la cura della casa e della persona	0,33	1,49	2,41	4,05	8,97	3,05	166
Sanità (strutture, servizi, strumenti, attrezzature, apparecchiature)	0,27	1,75	3,14	5,69	14,61	4,21	690
Farmaceutica, biotecnologie, scienze della vita	0,21	1,76	2,86	4,50	10,76	3,45	1.166
Istituti di credito	0,12	0,74	0,99	1,27	2,21	1,02	821
Servizi finanziari	0,00	0,84	1,39	3,21	15,97	2,60	782
Assicurazioni	0,14	0,87	1,29	2,02	4,76	1,56	307
Software e servizi dell'informatica	0,28	2,49	4,21	7,43	19,61	5,72	858
Hardware, computer, periferiche, elettronica, componenti	0,11	1,39	2,29	3,62	8,12	2,72	1.402
Semiconduttori e apparecchiature a semiconduttori	0,25	1,64	2,60	4,26	9,85	3,19	665
Telecomunicazioni	0,28	1,62	2,76	4,67	10,82	3,58	149
Media e intrattenimento	0,17	1,41	2,48	4,69	10,97	3,24	564
Imprese di produzione e distribuzione di energia, calore, acqua	0,14	1,03	1,75	2,47	5,21	1,86	507
Fondi immobiliari	0,28	0,53	0,84	1,23	2,08	0,93	19
Servizi per il mercato immobiliare	0,04	0,53	0,86	1,28	3,37	1,01	759

Tavola 6. Singoli "sotto-settori" merceologici di cui si compongono i "macro-settori"

Per chi volesse dati più "granulari"	
<p>Salvidio & Partners (www.salvidio.com) pubblica trimestralmente dettagliate statistiche relative ai moltiplicatori di 220 settori e sotto-settori merceologici. Le serie storiche dei moltiplicatori risalgono agli ultimi trent'anni e sono continuamente aggiornate, anche con i moltiplicatori "leading" e con la distribuzione dei moltiplicatori "trailing" per tassi attesi di crescita delle società sottostanti e per classi dimensionali.</p> <p>L'elenco che segue riporta i singoli "sotto-settori" merceologici di cui si compongono i "macro-settori" ai quali fanno riferimento i moltiplicatori pubblicati in questo numero di Valutazioni Economiche.</p>	
"Beni capitali" per industria, edilizia, trasporti, aerospazio, difesa, agricoltura	Aerospazio e difesa. Prodotti per l'edilizia. Edilizia non residenziale e ingegneria. Componenti e apparecchiature elettriche. Generatori di energia elettrica e apparecchiature elettriche complesse. Veicoli per lavori edili, autocarri pesanti, navi non militari. Macchinari agricoli. Macchinari industriali. Distribuzione di apparecchiature e prodotti per l'industria.
Servizi intellettuali e tecnici, svolti da professionisti e imprese	Stampa commerciale. Servizi ambientali e di c.d. "facility management". Servizi e forniture per l'ufficio. Servizi diversi a enti e imprese. Servizi di protezione e sicurezza. Risorse umane e servizi per l'impiego. Servizi di consulenza e ricerca. Servizi di elaborazione dati e outsourcing.
Trasporto aereo, navale, terrestre e relative infrastrutture	Trasporto aereo merci e logistica. Trasporto aereo passeggeri. Trasporto via mare. Trasporto ferroviario. Trasporto cargo via terra. Trasporto passeggeri via terra. Servizi aeroportuali. Autostrade e ferrovie. Porti e servizi marittimi.
Veicoli e loro componenti	Parti di ricambio e accessori per automezzi e motocicli. Pneumatici e industria della gomma. Produttori di automobili. Produttori di motocicli.
Beni durevoli per i consumatori	Elettronica di consumo. Produttori di arredamento e accessori per la casa. Edilizia residenziale. Elettrodomestici. Produttori di casalinghi e altri articoli per la casa. Articoli per il tempo libero. Abbigliamento, accessori e articoli di lusso. Industria calzaturiera. Industria tessile.
Servizi per i consumatori	Case da gioco, lotterie e scommesse. Hotel, resort e compagnie croceristiche. Strutture per il tempo libero. Ristoranti. Servizi educativi e formazione. Servizi specializzati per i consumatori.
Distribuzione e vendita al dettaglio di beni di consumo voluttuari	Altri distributori all'ingrosso. Vendita al dettaglio "broadline". Vendita al dettaglio di abbigliamento e accessori. Vendita al dettaglio di computer ed elettronica. Vendita al dettaglio di prodotti per il fai da te casa e giardinaggio. Vendita specializzata al dettaglio di altri articoli. Vendita al dettaglio di autoveicoli. Vendita al dettaglio di arredamento.
Distribuzione e vendita al dettaglio di beni di prima necessità	Vendita al dettaglio di farmaci. Distributori di prodotti alimentari. Vendita al dettaglio di generi alimentari. Vendita al dettaglio di beni di prima necessità.
Alimenti, bevande, tabacco	Produttori di birra. Produttori di birra. Distillerie e case vinicole. Bevande analcoliche. Prodotti agricoli. Prodotti alimentari confezionati e carni. Tabacco.
Prodotti per la cura della casa e della persona	Prodotti per la cura della casa. Prodotti per la cura della persona.
Sanità (strutture, servizi, strumenti, attrezzature, apparecchiature)	Attrezzature sanitarie. Altri articoli sanitari. Distributori di prodotti sanitari. Servizi sanitari. Imprese sanitarie. Managed Health Care. Informatica per la sanità.
Farmaceutica, biotecnologie, scienze della vita	Biotecnologia. Farmaceutica. Strumenti e servizi per le scienze della vita.
Istituti di credito	Banche di grandi dimensioni. Banche regionali.
Servizi finanziari	Servizi finanziari diversificati. Finanza specializzata. Credito fondiario. Servizi di pagamento e di clearing di operazioni in denaro. Credito al consumo. Gestione di patrimoni e servizi di custodia. Banche d'affari e intermediazione. Altri intermediari finanziari diversificati. Borse, informazione finanziaria e rating. Fondi comuni di investimento in finanziamenti ipotecari.
Assicurazioni	Broker di assicurazioni. Assicurazioni vita e malattie. Assicurazioni multi-ramo. Assicurazioni danni. Riassicurazioni.
Software e servizi dell'informatica	Servizi di consulenza IT e altri servizi correlati. Servizi e infrastrutture Internet. Software applicativi. Software di sistema.
Hardware, computer, periferiche, elettronica, componenti	Apparecchiature per la comunicazione. Hardware informatico, archiviazione e periferiche. Apparecchiature e strumenti elettronici. Componenti elettronici. Componenti per OEM. Distributori di prodotti tecnologici.
Semiconduttori e apparecchiature a semiconduttori	Apparecchiature con semiconduttori. Semiconduttori.
Telecomunicazioni	Operatori telefonici alternativi. Servizi integrati di telecomunicazione. Servizi di telecomunicazione senza fili.
Media e intrattenimento	Pubblicità. Trasmissioni radiotelevisive. Trasmissioni via cavo e via satellite. Editoria. Cinema e intrattenimento. Intrattenimento domestico interattivo. Media interattivi e servizi.

Imprese di produzione e distribuzione di energia, calore, acqua	Utility elettricità. Utility elettricità. Utility gas. Utility multiprodotto. Utility acqua. Produttori e distributori di energia elettrica. Produttori di energia elettrica da fonti rinnovabili.
Servizi per il mercato immobiliare	Fondi d'investimento specializzati ("immobili industriali", "proprietà alberghiere e resort", "immobili per uffici, "strutture sanitarie", "immobili residenziali", "immobili per commercio retail", altre tipologie).
Fondi immobiliari	Imprese operanti nella locazione e gestione di immobili. Imprese operanti nella locazione e gestione di immobili. Imprese operanti nello sviluppo e nella successiva cessione di proprietà immobiliari. Servizi immobiliari.

