
Valutazione degli “Intangible Assets” privi di mercato: stima della capacità imprenditoriale. Verso un’attenuazione del divario esistente tra valori di capitale economico e valori di mercato delle aziende. Un’analisi econometrica dei mercati azionari per la verifica empirica del grado di efficienza.

di Paolo D’Amico ()*

Comportamenti d’impresa e creazione di valore.

Nell’ambito delle crisi d’impresa, il comportamento del management è, in base alla teoria della relazione vitale (Freeman, 1984) di tipo omeostatico, in quanto vi è la naturale tendenza a sviluppare comportamenti che assicurino la sopravvivenza dell’impresa nel lungo termine.

Sovente accade che, nel corso di una crisi strutturale, la direzione aziendale non sia in grado di soddisfare in misura almeno sufficiente le attese di tutti i partecipanti. La remunerazione degli azionisti nella misura ritenuta normale determina, la cui incertezza è molto più

ra re se non per un tempo relativamente breve.

I possibili conflitti che si verrebbero a creare all’interno della compagnie societaria tra capitale di controllo, minoranza azionaria e stakeholders insoddisfatti, minerebbero la stabilità della formula imprenditoriale, compromettendo per tale via la stessa sopravvivenza dell’impresa.

Potrebbe nascere per il management la necessità di individuare e rimuovere le cause del disequilibrio della gestione aziendale.

Attraverso estenuanti ed onerosi processi di risanamento aziendale, si tenta così di ricondurre la gestione dell’impresa ad operare in modo

Evidentemente, i comportamenti omeostatici protesi soltanto al riequilibrio economico e finanziario della gestione, non creano assolutamente nuovo valore.

I risultati reddituali incrementali derivanti da interventi di ridefinizione (miglioramento) e/o di ristrutturazione operativa e finanziaria sono di tipo a somma algebrica zero.

I maggiori valori patrimoniali ed economici conseguibili tendono, infatti, a compensarzi nel lungo termine, con i valori di ricchezza distrutti dall'avvento delle crisi passate.

Nel corso dei processi di ristrutturazione programmata non esistono, in genere, pianificazioni di sviluppo imprenditoriale. Il sistema impresa è interessato esclusivamente dal continuo alternarsi di processi di turnaround, le cui destabilizzazioni e successive stabilizzazioni non lasciano spazio nel divenire aziendale ai relativi processi di sviluppo.

Dunque, i maggiori valori generati da interventi di risanamento costituiscono creazione di nuovo valore a favore dei detentori di capitale di rischio, soltanto se, venga avviato successivamente alla fase di riequilibrio economico della gestione, un

mierà il sacrificio sopportato. (L. Guatri, 1990)

E' il caso delle aziende che adottano comportamenti strategici.

Creazione di nuovo valore.

In pratica si ha creazione di valore nelle seguenti circostanze strategiche d'impresa:

- Interventi di eliminazione dell'eccesso di investimento mediante processi di Corporate restructuring e/o di Business reengineering;
- Interventi di eliminazione dell'eccesso di indebitamento mediante ricapitalizzazione dell'impresa;
- Attuazione dello sviluppo imprenditoriale in aree strategiche d'affari che generano nuovo valore, lungo la catena del valore per il cliente (M. Porter, 1982).

Innanzitutto, una valida decisione è quella di eliminare l'eccesso di investimento per ridurre il peso dei costi operativi esuberanti legati ad una struttura organizzativa pesante, mediante una significativa razionalizzazione dell'organizzazione.

Mediante interventi di Business reengineering, invece, si tende a razionalizzare la funzione commerciale al fine di ridurre i costi operativi, consentendo all'impresa nel suo complesso di ritrovare un riposizionamento competitivo nell'ambito di taluni segmenti deteriorati.

L'eccesso di indebitamento è tipico delle aziende illiquid, scarsamente redditizie, caratterizzate da una posizione debitoria netta patologica. (1)

In termini economici, si determina un eccesso di oneri finanziari incidenti in misura rilevante sul fatturato aziendale. Le cause principali che caratterizzano l'eccesso di indebitamento sono:

- sottocapitalizzazione dell'impresa;
- tasso di redditività operativa (ROI) insoddisfacente;
- distribuzione di dividendi in presenza di redditi non prelevabili;
- rimborso dell'indebitamento finanziario con ulteriore indebitamento.

Gli interventi di ristrutturazione finanziaria del debito consistono nel

- Sviluppo degli investimenti immateriali di marketing per espandere la quota di mercato e, autopotenziamento degli investimenti tecnici per adeguare la capacità produttiva degli impianti all'accresciuta capacità ricettiva dei mercati.

Relazioni tra i prezzi di mercato, e valori di capitale economico creati.

Il ricorso ai metodi di mercato, per la valutazione del capitale economico di un'azienda quotata, basati sui prezzi di borsa, è giustificato dal superamento dei limiti applicativi dei metodi analitici fondati sull'attualizzazione dei redditi attesi, o dei cash flow prospettici o ancora dei dividendi prelevabili.

Tali metodologie, praticamente, si rivelano di non agevole applicazione a motivo dell'elevato grado di soggettività e della difficoltà che si incontra nella stima dei parametri finanziari e reddituali che le costituiscono.

I metodi di mercato sono, per contro, metodologie sintetiche che valutano direttamente il capitale

Tali limiti applicativi consistono in un notevole divario tra valore del capitale economico e valore di mercato del capitale proprio.

Infatti, i prezzi di borsa non costituiscono corretti parametri di valutazione di un'azienda, in quanto non sono espressivi del suo valore economico. Le cause di questo divario sono le seguenti:

A) il capitale economico di un'impresa potrà essere validamente stimato mediante il ricorso ai prezzi di borsa soltanto in condizioni di mercati efficienti (perfetti).

Com'è noto, un mercato è perfetto se presenta le seguenti caratteristiche minimali:

- elevata quantità di titoli scambiati relativi ad una società;
- perfetta trasparenza informativa del mercato (assenza di asimmetrie informative);
- razionalità economica degli investitori;
- assenza di costi di transazioni;
- possibilità di vendere/ acquistare titoli allo scoperto;
- acquisizione/concessione di prestiti in misura illimitata.

nascita della teoria di creazione del valore. (L. Guatri, Creazione e diffusione del valore, op. cit.)

La creazione di nuovo valore, che abbiamo già esaminato, deve essere finalizzata alla sua diffusione sul mercato. E' questa la modalità per attenuare il divario tra valore di capitale economico e valore di mercato, pur in presenza di mercati imperfetti.

Valutazione degli Intangible Assets privi di mercato: La capacità imprenditoriale.

Gli intangible assets si identificano nei valori imprenditoriali che formano il patrimonio non presente nel bilancio d'esercizio (Intangible Assets). (3)

A titolo esemplificativo, nel settore delle piastrelle in Italia si ritiene che l'elevato grado di specializzazione conseguito dalle imprese (Know how), costituisca un asset talmente importante da far conseguire vantaggi competitivi duraturi. Per cui, tali capacità imprenditoriali alimentano il patrimonio intangibile dell'impresa (Molteni – Invernizzi, 1996).

- deve esserci una superiorità reddituale rispetto ai concorrenti;
- l'asset deve possedere il requisito della intrasferibilità.

Le capacità imprenditoriali: di organizzazione, di attingere al credito, di attrarre nuovo capitale di rischio, sono assets di per sé non misurabili, ma che sono all'origine del valore di avviamento in senso allargato. (G. Brugger, "La valutazione dei beni immateriali legati al Marketing, e alla Tecnologia", in Finanza, marketing, produzione, n. 3/1996). Le capacità imprenditoriali costituiscono, pertanto, un'asse intangibile di fondamentale importanza per qualsiasi tipologia d'impresa.

Per un'azienda industriale quotata in borsa, è importante la capacità di raccolta dei mezzi finanziari a titolo di prestito, ma soprattutto a titolo di capitale di rischio.

Riguardo ad un gruppo assicurativo spicca la capacità di raccolta dei premi che generano redditi tipici di gestione caratteristica. Gli esempi potrebbero continuare all'infinito.

Il problema di valutazione di tali assets è di cercare parametri abbastanza rappresentativi del loro contributo alla performance aziendale.

venti di ristrutturazione aziendale. Praticamente si tratta di stimare il valore del "capitale umano", inteso come altezza del patrimonio delle risorse umane utilizzate in azienda (c.d. Riserve di valore in G. Mazza "Problemi di assiologia aziendale", Giuffrè 1980).

Per capitale umano si intende pure il valore del contributo dato dalle capacità manageriali alla creazione di nuovo valore.

Se si ritiene di valutare il capitale umano come valore del patrimonio di risorse intangibili, il criterio di stima riguarderebbe l'insieme dei costi sostenuti dall'impresa nell'investimento in risorse umane.

Qualora si ritenesse di stimare il valore del contributo offerto alla creazione di nuovo valore, il criterio da adottare per valutare il capitale umano sarebbe dato dall'attualizzazione dei flussi di cassa operativi incrementali.

La misurazione delle prestazioni del management in termini di capacità imprenditoriali, attiene tuttavia al problema della centralità delle attese degli azionisti.

Di conseguenza, l'obiettivo precipuo per un'impresa ristrutturanda diventa, la massimizzazione del

manageriale di generare nuovo valore disponibile per l'azionista, nell'ottica dei risultati incrementali. Il criterio di valutazione adottato è il metodo dell'Equity side con cui si valuta direttamente il valore del capitale proprio.

In base alla teoria dello stakeholder, viene, invece, focalizzata l'attenzione sul valore creato disponibile in termini di ricchezza incrementale per tutti i partecipanti all'impresa.

Il metodo di valutazione adottato è l'Asset side che stima il valore del capitale proprio in modo indiretto, valutando le attività operative investite al netto del valore di mercato dell'indebitamento finanziario.

Attorno a queste teorie, si sono sviluppati nella prassi evolutiva sistemi direzionali evoluti, i c.d. "Value based management system". L'approccio di questi sistemi è quello di orientare le scelte del management verso la creazione di valore in termini non di risultati incrementali (ROI, ROE, Cash Flow), bensì nei risultati emergenti da operazioni di finanza straordinaria: di ristrutturazione aziendale, di L.B.O., di M.B.O.

Secondo la teoria dello shareholder approach, la creazione di nuovo valore deriva soprattutto dalla flessibilità finanziaria ed operativa dell'impresa post ristrutturazione che, favorisce un livello di redditività stabile e sicura, consolidato dal successivo sviluppo imprenditoriale.

Il management si focalizza sul grado di attrattività del business, nell'ottica delle aspettative del potenziale investitore. Viene prestata attenzione alla capacità creditizia di attrarre nuovi capitali di rischio nei rispettivi mercati finanziari.

Il metodo di valutazione è quello dell'attualizzazione dei flussi finanziari disponibili per gli azionisti (Free cash flow), in cui il reddito operativo netto di base è un reddito economico integrato (R.E.I.) mediante i costi di investimento delle risorse manageriali (L. Guatri, "La valutazione delle aziende", Egea, 1992).

L'attualizzazione dei flussi attesi, ad un tasso di sconto appropriato deve avere luogo in un orizzonte di osservazione pari al periodo di risa-

appropriato, per una durata temporale pari alla fase di ristrutturazione programmata.

La metodologia basata sui flussi finanziari incrementali a seguito delle operazioni di ristrutturazione finanziaria, determina il valore dell'impresa mediante un duplice approccio: l'Asset side che considera i flussi monetari per l'impresa nell'ottica della teoria dello stakeholder, e l'Equity side che contempla i flussi monetari per l'azionista, legato alla teoria dello shareholder approach.

Il metodo asset side considera i flussi monetari operativi netti attesi che prescindono dalla struttura finanziaria adottata, e sono considerati al netto delle imposte e al lordo degli oneri finanziari. Tale metodo valuta l'intero capitale investito netto operativo. Il valore del patrimonio netto dell'impresa deriva come differenza tra capitale investito netto operativo e valore di mercato della posizione debitoria netta finale.

Il metodo Equity side utilizza i flussi monetari operativi al netto sia delle imposte che delle oneri

ricchezza creata a favore di tutti i partecipanti all'impresa (sia creditori che azionisti).

La formula teorica generale di valutazione del capitale economico è la seguente:

Riguardo all'attualizzazione dei flussi monetari per l'impresa ($FCOT_n$) il tasso di sconto (K) aggiustato per il rischio, utilizzabile per la valutazione del capitale economico è pari al costo medio ponderato di tutte le fonti di finanziamento compreso il capitale proprio.

51

Tali flussi asset side sono considerati incrementali dovuti ai benefici reddituali conseguenti, sia agli interventi di ristrutturazione finanziaria (abbattimento degli oneri finanziari per il ribilanciamento verso la struttura ottimale), che alle operazioni di ristrutturazione operativa (taglio dei costi operativi esuberanti connessi ad un eccesso di investimento).

Infine, i flussi di cassa differenziali sono da attribuire in parte anche agli incrementi dei redditi operativi netti a seguito dello sviluppo di nuovi investimenti nel marketing (strategia di efficacia - ANSOFF, 1965) e in parte anche a causa dei

mento, la grandezza di base per la stima è data dal flusso di cassa operativo netto atteso (FCOT) incrementale, considerato al lordo degli oneri finanziari.

Il flusso in parola costituisce il correlato finanziario del reddito operativo netto atteso incrementale di gestione caratteristica.

Equity side approach

rapporto di indebitamento.

I flussi monetari netti attualizzati valutano direttamente il capitale proprio. La formula teorica generale di valutazione è la seguente:

Ad evidenza, si tratta di flussi monetari disponibili per l'azionista, attualizzati ad un tasso aggiustato dato dal costo opportunità per l'investitore nel capitale di rischio. I flussi Equity side

risultano integrati dai costi di inve-

$$We = \left[\sum_{t=1}^n \frac{FCOTn}{(1+K)} + \sum_{t=1}^n \frac{UMN}{(1+K')} - \sum_{t=1}^n \frac{CA}{(1+K'')} \right] - Do$$

dove:

- We = valore economico dell'Equity
- $FCOTn$ = Flussi di cassa operativi attesi incrementali netti d'imposta al lordo degli oneri finanziari attualizzati al costo medio ponderato del capitale (K)
- UMN = utili monetari netti inflazionistici sulla posizione finanziaria netta pure attualizzati al costo medio ponderato netto del capitale (K')
- CA = costo dell'autofinanziamento attualizzato al tasso effettivo di ritenzione degli utili (K'') (4)
- n = periodo di attualizzazione pari al tempo di ristrutturazione programmata
- Do = valore di mercato dell'indebitamento finanziario netto

**Tabella 1: Analisi dei Flussi di cassa operativi
Asset Side incrementali prospettici**

FLUSSI ECONOMICI E FINANZIARI	1 [^] Anno	2 [^] Anno	3 [^] Anno	FLUSSI INCREMEN.
<ul style="list-style-type: none"> • Reddito operativo atteso • (-imposte reddito) • = NOPAT • + ammortamenti normalizzati • = FLUSSO C.C.N. • +/- Investimenti in Working capital • = FLUSSO DI CASSA di C.C.N. • +/- Investimenti Fissi netti • = FCOT netto atteso 				

dall'investimento nel capitale umano quale centralità di creazione di nuovo valore a favore dell'azionista.

Analisi dei flussi di cassa disponibili per l'azionista incrementali attesi (Equity Side)

Il reddito economico integrato (R.E.I.) è dato dall'utile netto d'imposta annuo maggiorato dei costi di investimento nel capitale umano. La grandezza reddituale di base del flusso di cassa è dato dall'utile netto di bilancio, in quanto il reddito d'impresa è

VENDITORE: un'analisi marginalistica della redditività.

Al termine del processo di risanamento strutturale e finanziario, l'ipotetico investitore nel capitale di rischio si attende un grado di leva combinata ottimale relativa all'azienda ristrutturata.

Com'è noto, il grado di leva combi-

$$We = \sum_{t=1}^n \frac{FCDn}{n}$$

nato (GLC) deriva dal prodotto tra il grado di leva finanziaria (GLf) e grado di leva operativo (GLO).

Il grado di leva finanziaria misura la reattività del reddito netto rispetto ad oscillazioni del reddito operativo di gestione caratteristica. Infatti, l'indicatore è dato dal rapporto tra reddito operativo e reddito netto d'esercizio: $GLf = RO/RN$.

Invece, il grado di leva operativo è la variazione del reddito operativo rispetto alla variabilità del rapporto costi fissi/costi variabili. L'indice è dato dal rapporto tra il margine di contribuzione alla copertura dei costi fissi e reddito operativo: $GLO = M.D.C./RO$.

La relazione matematica del grado di leva combinata è la seguente:

$$GLC = GLf * GLO$$

Una leva combinata ottimale è quella che massimizza la redditività netta dei mezzi propri (ROE) attraverso l'analisi marginalistica dell'effetto di leva finanziaria ($ROI = CMPC$) e, del grado di leva combinata ($MDC = RO$).

Secondo la teoria marginalistica, l'obiettivo della massimizzazione del rendimento del capitale proprio può essere conseguito, ceteris paribus, se viene raggiunto il punto di equilibrio tra i ricavi marginali e i costi marginali delle variabili reddituali che compongono il grado di leva combinata.

Riguardo al grado di leva finanziaria, il punto di equilibrio che rende massimo il rapporto di indebitamento è dato dall'uguaglianza tra la redditività operativa marginale (ROI_m) ed il costo marginale del capitale ($CMPC_m$).

Tabella 1: Analisi dei Flussi di cassa disponibili per l'azionista incrementali attesi (Equity Side)

FLUSSI ECONOMICI E MONETARI	1 [^] Anno	2 [^] Anno	3 [^] Anno	FLUSSI INCREMENTALI
<ul style="list-style-type: none">• Reddito Economico Integrato (REI)• (- Imposte reddito)				

Per quanto concerne il grado di leva operativa, il punto di equilibrio che massimizza il reddito operativo è dato dall'uguaglianza tra il margine di contribuzione marginale (MDCm) e reddito operativo marginale (Rom).

Sostituendo le suindicate identità all'equazione matematica del grado di leva combinata si ottiene quanto segue:

$$\text{GLC} = (\text{ROI}_m - \text{CMPC}_m) * \\ * (\text{MDC}_m - \text{RO}_m)$$

$$\text{GLC} = 1 \text{ (punto di massimo)}$$

Quando il grado di leva combinata è pari all'unità, la funzione matematica assume il punto di massimo, per cui in corrispondenza della leva ottimale la redditività netta (ROE) è anch'essa massima. Tuttavia i collegati rischi (finanziario e operativo) risultano elevati.

ASPETTATIVE DI EVOLUZIONE DEL CONTO ECONOMICO AI FINI DELL'ANALISI FINANZIARIA: diffusione del nuovo valore creato sul mercato.

razione) che, faccia prevedere un aumento o una diminuzione dell'ammontare dei flussi di cassa attesi.

Inoltre, la nuova informazione può far prevedere una variazione del grado di incertezza del manifestarsi dei flussi e quindi del livello di rischio azionario.

Per valutare l'effetto della nuova informazione sui prezzi, si pensi ad esempio, alla notizia diffusa da parte di un'azienda industriale in crisi, riguardo ai risultati conseguibili dagli interventi di ristrutturazione.

I vantaggi reddituali stabilizzati dal processo di sviluppo consolidato dell'impresa, costituiscono un'informativa importante per il mercato.

A sua volta, gli operatori vaglieranno questa informazione in relazione ad un eventuale effetto positivo sui flussi di cassa della società emittente e in quale misura.

Se la maggioranza degli analisti interpreterebbe favorevolmente questa informazione, essi ritoccherebbero in aumento la loro previsione sui flussi di cassa e quindi sul valore futuro del capitale proprio della società.

date su dati oggettivi di bilancio ed informazioni attendibili, non sempre riflettono razionalmente gli andamenti dei prezzi delle azioni che sovente, possono evidenziare nel breve termine anomalie e comportamenti erratici.

Nel lungo termine, invece, potrebbe esistere una relazione, a parità di asimmetrie informative, tra prezzi azionari e profitti delle imprese, anche se instabilmente nel tempo.

Al potenziale investitore interessa praticamente massimizzare sia il capital gain (nel lungo termine), che il dividendo azionario (nel breve termine).

Ma questo è sempre possibile nei mercati efficienti, in cui l'effetto trasparenza dell'informazione societaria consente alle imprese di creare in ogni istante nuovo valore.

Essendo i mercati imperfetti, invece, a causa della presenza di asimmetrie informative (per cui analisti e investitori risultano informati diversamente) e, a causa di elevati costi di transazione, il valore creato costituisce un obiettivo di breve termine che si realizza

di produrre a costi più bassi.

Se non viene conseguito l'obiettivo di creazione di nuovo valore che gli azionisti e gli investitori si attendono, il prezzo di mercato delle azioni subirà un crollo poiché vi sarà un'allocazione di risorse verso investimenti alternativi.

Inoltre, il perdurare di andamenti sfavorevoli dei titoli nella fase post ristrutturazione potrà rendere la società più vulnerabile, nei confronti di scalate azionarie da parte di soggetti che, attraverso il c.d. "ribaltone" si ripromettono di ottenere un'azienda più redditizia e quindi cospicui rendimenti sul capitale azionario.

Una società industriale quotata gestita, in modo palesemente inefficiente potrebbe perdere il controllo a favore di altri gruppi che si avvantaggerebbero della diminuzione di valore diffusa sul mercato, provocando una flessione dei corsi azionari.

Come già affermato, l'andamento delle azioni può essere influenzato da un gran numero di informazioni asimmetriche che, possono modificare le aspettative sulla redditività prospettica della società.

Si pensi, alle informazioni riguardanti le politiche di gestione aziendale

evolutive, sono tipicamente i seguenti:

• **Redditività operativa (ROI)**

E' l'indice di rendimento del capitale investito (Return on investment) dato dal rapporto tra l'utile operativo ed il capitale investito netto medio di gestione caratteristica.

Viene preso in considerazione l'utile operativo evidenziato nel conto economico a scalare, al lordo degli oneri finanziari, dei componenti straordinari e delle imposte.

Tale risultato lordo operativo è un indicatore di fondamentale importanza per il potenziale investitore, in quanto è il risultato dell'attività tipica-ordinaria dell'impresa a prescindere dagli oneri finanziari dipendenti dalla struttura finanziaria e, dai componenti extra gestione operativa.

L'impresa oggetto di analisi, trovandosi in fase di ristrutturazione operativa e finanziaria, evidentemente ha chiuso i bilanci precedenti con perdite nette, o con utili insoddisfacenti.

La situazione economica assumerebbe pertanto significati diversi, a seconda se, il risultato operativo sia

dei fondi rettificativi e delle passività non onerose (debiti commerciali, Fondo TFR), emergenti dallo stato patrimoniale rettificato.

• **Redditività netta dei mezzi propri (ROE)**

Il ROE è l'indice di redditività del capitale proprio (Return on equity), dato dal rapporto tra l'utile al netto delle imposte e patrimonio netto ottenuto come media tra patrimonio netto iniziale e finale dell'esercizio.

L'indicatore esprime la congruità della remunerazione dell'investitore nel capitale di rischio. Infatti, quest'ultimo confronta il ROE aziendale con il tasso di rendimento di investimenti alternativi privi di rischio, maggiorato di un congruo premio di rischio. (Costo opportunità)

In particolare, il ROE potrà essere considerato soddisfacente se risulti superiore a quanto offerto da investimenti caratterizzati da un minor grado di rischiosità, come i titoli di stato.

Evidentemente, si tratta di una condizione di minimo rendimento del capitale – risparmio di un ipotetico investimento.

alle tendenze evolutive delle determinanti della leva finanziaria. (5)

Oltre alla redditività operativa (ROI), all'investitore interessa conoscere la dinamica del costo del capitale e del rapporto di indebitamento.

Fintantodé il costo marginale del capitale risulta inferiore al ROI, il rendimento del capitale investito nell'attività industriale risulta superiore al costo del capitale di terzi, con effetti positivi sulla redditività netta dei mezzi propri se si accresce il rapporto di indebitamento.

In tal caso, si dice che la leva finanziaria è stata positiva. Nel caso contrario, la redditività netta peggiora con l'aumentare dell'indebitamento, in quanto il costo del capitale apportato a titolo di prestito è superiore al rendimento generato dall'investimento dei mezzi attinti, nell'attività d'impresa.

Nella fase successiva alla ristrutturazione è interessante verificare se l'impresa abbia massimizzato il valore dell'indice ROE e, creato maggior valore per gli azionisti.

la stima del capitale economico di un'azienda quotata.

Tali metodi basati sul valore negoziato sul mercato mancano, infatti, dei requisiti fondamentali della razionalità e della generalità.

Riguardò al requisito della razionalità, i metodi empirici risultano irrazionali a causa dell'assenza di correlazione esistente nella realtà tra valore di mercato e andamento dell'im-presa (performance reddituale e finanziaria). I metodi in parola non sono validi concettualmente e non sono dotati di consistenza teorica.

Per quanto concerne la generalità il valore effettivamente negoziato sul mercato risente degli effetti delle condizioni soggettive di negoziazione: differenti posizioni di forza dei contraenti, asimmetrie informative ecc., laddove invece, si ritiene che il valore del capitale economico, quando sia determinato per vari scopi da un perito indipendente, debba rispondere al requisito di equità, cioè debba prescindere dagli interessi specifici delle parti.

La mancanza dei suindicati requisiti fondamentali che caratterizzano i

intermediari di borsa (dealers) tutta l'informativa societaria, ogni programma di intervento realizzato, il bilancio iniziale ante ristrutturazione e successivamente, tutti i prospetti informativi ritenuti utili per la sottoscrizione di nuove azioni emesse a fronte di aumenti di capitale con sovrapprezz.

Le suindicate informazioni, potrebbero attenuare in misura più o meno ampia (dipendente dal grado di intensità delle asimmetrie informative presenti nel mercato), il divario tra valore economico dell'azienda valutanda e valore di mercato, anche in presenza di mercati imperfetti.(6)

I suindicati fattori asimmetrici provocano attriti sui mercati ostacolando fortemente la diffusione di creazione di nuovo valore sui prezzi delle azioni in circolazione.

Un obiettivo fondamentale di gestione di medio e lungo termine, raggiungibile attraverso la trasmissione del nuovo valore creato al mercato, e' l'effetto di trascinamento dei prezzi di borsa relativi ai titoli azionari della società valutanda.

ficiare nella misura media compresa tra il 30% - 50% del costo di acquisto delle azioni;

- i maggiori dividendi erogabili in misura superiore al costo opportunità nell'ottica dell'ipotetico investitore;
- i diritti di opzione realizzabili dai vecchi azionisti che sottoscrivono le nuove azioni a seguito dell'aumento programmato di capitale.

Teoria del portafoglio azionario

In presenza di mercati imperfetti, come si sa, è possibile che si verifichino notevoli errori di stima circa la volatilità dei rendimenti attesi, per cui potrebbe essere vanificato l'obiettivo della massimizzazione del valore di mercato del capitale azionario.

Di conseguenza, si dovrà stimare la perdita potenziale di utilità in capo all'investitore, mediante l'analisi statistica sulla volatilità e sulla correlazione dei rendimenti, che naturalmente ha il suo costo.

te la composizione di un portafoglio di titoli ottimale.

Secondo la teoria dell'utilità marginale, il portafoglio ottimale, da un punto di vista matematico, coincide con il punto di tangenza tra la frontiera efficiente e la curva di indifferenza a più elevata utilità (figura 1), dove la curva di indifferenza rappresenta l'insieme di combinazioni rendimento – rischio che generano in capo all'investitore il medesimo livello di utilità.

Il modello di portafoglio tende proprio a massimizzare l'utilità dell'investitore, a parità di trasparenza dei mercati.

L'utilità di un portafoglio può essere intesa come un rendimento atteso aggiustato per il rischio, dove la penalizzazione data al rendimento dipende da due fattori: il rischio di portafoglio (con una relazione inversa) e la propensione al rischio dell'investitore (con una relazione diretta):

Ponendo in evidenza, nell'equazione, il rendimento di portafoglio RP si ottiene che esso è funzione dell'utilità e di un premio di rischio:

listi individuare un portafoglio ottimizzato per il potenziale investitore, composto da una prevalenza di titoli dell'emittente che, prevedibilmente potranno essere assiduamente negoziati e che, recepiscono nel breve termine la dinamica di mercato.

A causa della presenza di asimmetrie informative sullo spread, i titoli singolarmente considerati sono caratterizzati da autocorrelazione negativa. E ciò dipende molto dalla scarsa contrattazione dei titoli.

I titoli contraddistinti, invece, da un'elevata contrattazione contengono tuttavia una componente di rendimento atteso positivamente autocorrelata, a livello statisticamente significativo.

Si potrebbero avere importanti implicazioni per l'ampiezza dello spread. E' necessario costruire un portafoglio ottimale ex post che, a parità di trasparenza di mercato, massimizzi per l'investitore il valore di mercato delle categorie di titoli azionari selezionati.

Innanzitutto, bisogna rilevare le serie storiche dei rendimenti mensili dei

- estrazione casuale dall'intero universo disponibile;
- scelta di X titoli a massima capitalizzazione.

Un'analisi attraverso i moltiplicatori di mercato

Oltre all'informativa societaria e di mercato, il potenziale investitore è interessato alle tendenze evolutive di taluni indicatori di mercato che dovrebbero collegare la redditività dell'impresa con le quotazioni azionarie.

Gli indicatori di borsa più significativi che dovrebbero trasmettere agli investitori il maggior valore creato sono i seguenti:

- Prezzo/Utile per azione (P/E);
- Dividendo/Prezzo (D/P);
- Prezzo/Cash flow (P/CF);
- Prezzo/Mezzi propri (P/BV).

Price Earnings (P/E)

E' un indicatore strategico dell'investimento azionario basato sul rapporto tra prezzo e utile per azione. L'utile considerato è il risultato netto aziendale relativo all'ultimo bilancio approvato. Il prezzo è il corso di borsa corrente.

Per calcolare il rapporto, bisogna determinare l'utile netto per azione dividendo il risultato netto aziendale per il numero totale delle azioni in circolazione. L'indicatore sintetizza l'aspetto economico della gestione della società emittente.

61

Ad esempio se la società META SPA quotata alla borsa italiana presentava nel 18 marzo 2003 un rapporto P/E di 15 passando, dopo la

$$U' = \frac{(Rp - 1)^2}{RT} * \sigma_p$$

dove:

- Rp = Rendimento di portafoglio
- σ_p = Varianza di portafoglio
- RT = Rischio tollerabile dall'investitore

Figura 1: Frontiera efficiente, Curva di indifferenza e Portafoglio ottimale

ricapitalizzazione, ad un valore inferiore pari a 12,98, significa che il valore di borsa della società era pari a 15 volte i suoi utili netti, passando ad un multiplo degli utili inferiore,

$$RP = U' + \frac{1}{RT} * \sigma_p^2$$

dove:

- U' = Utilità di portafoglio
- $\frac{1}{RT} * \sigma_p^2$ = Premio di rischio

In particolare, esprime in termini percentuali il profitto economico che un investitore potrebbe ottenere ogni anno incassando il dividendo distribuito dalla società.

Il dividendo di riferimento è quello dell'esercizio precedente fino al giorno di stacco della cedola per l'esercizio già chiuso.

L'esercizio di riferimento è l'ultimo per il quale sia disponibile il bilancio o per il quale la società abbia ufficialmente annunciato la distribuzione del dividendo.

dopo l'aumento di capitale, pari a 12,98 volte.

Più basso è il valore del P/E, maggiore è l'appetibilità del titolo azionario per un investitore, mentre più questo indicatore è elevato, più risulta probabile che il titolo sia sopravalutato dal mercato.

Se l'investitore acquistasse i titoli della società META SPA dopo la ristrutturazione, con un P/E più basso (12,98) e li vendesse successivamente con un P/E ripristinato ad un valore superiore (15), conseguirebbe matematicamente rendimenti superiori all'investimento.

Il presente indicatore deve essere correlato con la capacità della società di generare un congruo cash flow di gestione reddituale per assicurare il pagamento dei dividendi comunicati.

• Prezzo/Cash Flow (P/CF)

Tale indicatore esprime la capacità di cassa di gestione reddituale trasfusa nella quotazione azionaria del titolo. Il cash flow infatti è dato dalla somma tra l'utile netto e gli ammortamenti.

E' la sintesi dell'aspetto finanziario

mercato deriva dai valori assunti da tale indicatore.

Data la presenza di distorsioni legate alla politica degli ammortamenti di bilancio, che porta a gonfiare il cash flow, successivamente alle operazioni di ristrutturazione, tali distorsioni vengono eliminate e l'indicatore riassume valori più realistici.

- **Prezzo/Mezzi propri (P/MP)**

I mezzi propri della società sono dati dal capitale sociale aumentato per effetto della ristrutturazione finanziaria, più le riserve di bilancio di utili e di capitale. (Patrimonio netto di bilancio)

Se il valore dell'indice P/MP è pari all'unità, significa che il prezzo di borsa di un'azione riflette esattamente il valore patrimoniale del capitale proprio della società.

In questo caso, il nuovo valore patrimoniale creato (capital gain) a seguito della ristrutturazione è stato trasmesso al mercato sul prezzo delle azioni. Il successo della diffusione dipende, come già detto,

Ciò nonostante, potrebbe essere conveniente per un potenziale investitore fare incetta delle azioni della società valutanda, il cui valore azionario potrebbe in futuro lievitare a causa dei ritardi che, la trasmissione al mercato dell'informazione societaria potrebbe subire, riguardo alla diffusione del maggior valore patrimoniale creato.

**ANALISI ECONOMETRICA
DEI MERCATI AZIONARI:
una verifica empirica
del grado di efficienza.**

63

Possiamo affermare che, non è sufficiente che il management della società ristrutturata crei nuovo valore e proceda alla conseguente diffusione sul mercato con tutti i mezzi occorrenti che abbiamo esaminato. Si rende necessario verificare il grado di efficienza del mercato azionario in cui l'impresa valutanda opera. L'analisi econometrica del mercato di riferimento è uno strumento di valutazione valido per stimare il grado di efficienza valutativa. (7)

In pratica, si vuole accettare la capacità dei moltiplicatori di mercato di riflettere le variazioni di

- Dimensione aziendale;
- Produttività del management;
- Grado di indebitamento;
- Redditività del capitale proprio (ROE);
- Variabilità dei rendimenti attesi (Beta).

La dimensione aziendale è misurata dal rapporto tra il totale degli investimenti netti della singola azienda e l'ammontare delle attività del campione rappresentativo (Total assets azienda/Total assets campione).

L'indicatore esprime l'incidenza relativa che ciascuna azienda assume rispetto al segmento di mercato in cui opera.

La produttività del management è pari al rapporto tra il totale degli investimenti netti, materiali ed immateriali, e numero dei managers. L'indice esprime il valore dell'attivo strategico prodotto dai dirigenti aziendali.

Il grado di indebitamento esprime il leverage dato dal rapporto tra totale dell'attivo e capitale netto. L'indicatore esprime la capacità imprenditoriale di ridurre l'indebitamento finanziario oneroso a seguito di interventi di ristrutturazione.

La redditività del capitale proprio (ROE) è il rapporto di

L'indicatore è il seguente:

$$\text{Beta} = \frac{\text{cov} (R_a \cdot R_m)}{\sigma R_m}$$

Considerando l'efficienza valutativa dei mercati, i prezzi azionari delle imprese operanti in un dato settore sono rappresentati dai moltiplicatori esaminati in precedenza: P/E, P/CF, P/BV.

Il grado di correlazione tra i moltiplicatori di mercato ed i fondamentali dell'azienda può essere misurato dalle seguenti equazioni: (8)

Dai valori assunti dalle suindicate equazioni, possono avversi, pertanto, tre gradi differenti di efficienza del mercato azionario:

- Efficienza debole se, soltanto un indicatore è correlato positivamente con i fondamentali dell'azienda, mentre la correlazione degli altri due è negativa;
- Efficienza semi – piena, nel caso in cui due indicatori risultino correlati positivamente con i fondamentali, mentre il terzo presenta una correlazione negativa;

diffuso sul mercato.

Il recepimento del valore creato, da parte dei prezzi azionari, è avvenuto in tutti gli aspetti aziendali: sotto l'aspetto patrimoniale (P/BV), sotto l'aspetto economico (P/E) e, sotto l'aspetto finanziario (P/CF).

In conclusione, possiamo affermare che, la piena diffusione del nuovo valore creato sui prezzi azionari, sotto gli aspetti patrimoniale, reddituale e finanziario, testimonia un elevato grado di efficienza sia informativa che valutativa del mercato.

Note

*) è Professore a contratto di Strategia e politiche aziendali presso la facoltà di Economia aziendale dell'Università degli studi "G. D'Annunzio" di Chieti.

1) La posizione finanziaria netta è patologica nel caso in cui il passivo finanziario a breve (banche c/c passivo) risulta quantitativamente prevalente rispetto al passivo finanziario a medio e lungo termine (mutui, leasing ecc.). Di conseguenza la posizione debitoria netta (Cassa e ban-

di capitale (diritto di opzione).

Soltanto in un momento successivo le azioni inoptate vengono collocate sul mercato azionario con sovrapprezzo, ai fini della parità dei diritti patrimoniali tra vecchi e nuovi azionisti.

3) G. Invernizzi, "Il Patrimonio intangibile. La valutazione nell'analisi di bilancio." In rivista AF n. 4/91.

5)- La formula matematica della leva finanziaria, ormai nota a tutti, è la seguente:

$$ROE = [ROI + (ROI - ROD) *$$

$$* \frac{MT}{MP} * \frac{RC}{RN} * (1-t)$$

Nella formula dell'effetto di leva finanziaria, viene considerato il costo medio ponderato del capitale (ROD) e non il tasso di interesse marginale (i), da contrapporre al ROI. Il motivo risiede nel fatto che, se si considerasse semplicemente il costo marginale si avrebbe una configurazione di costo del capitale nominale. Considerando invece, il costo medio ponderato si ottiene una configurazione di costo delle fonti finanziarie reale.

azionario presenta due aspetti fondamentali: un'efficienza informativa se il mercato ha la capacità di stabilire correttamente i prezzi utilizzando tutta l'informativa disponibile in ciascun momento. Un'efficienza valutativa se i prezzi riflettono pienamente i fondamentali delle aziende quotate.

In tal caso i moltiplicatori di mercato verrebbero a riflettere il maggior valore creato e diffuso sul mercato.

Si consulti per maggiori approfondimenti: Zanda – Lacchini – Onesti, “La valutazione delle aziende”, Giappichelli, To, 2001.

(8)- Cfr. Zanda-Lacchini-Onesti, op.cit. pag. 45. Secondo gli autori, i parametri di correlazione tra i moltiplicatori di mercato e i fondamentali dell'azienda, sono i seguenti:

- α_0 = costante;
- P/BV = moltip. “Price/Book value”;
- P/E = moltip. “Price earning”;

delle aziende”, Egea, Mi, 1999.

L. Guatri – M. Massari, “Creazione e diffusione del valore. Una via europea.” EGEA, Mi, 1992.

C. Brugnoli, “Concezione sistemica dell'impresa e scelte aziendali.” EGEA, Mi, 1996.

A. Banfi, “I mercati e gli strumenti finanziari”, UTET, To, 1998.

R. Barontini, “Regolarità empiriche e rendimenti dei titoli azionari: un'analisi della Borsa valori di Milano per il periodo 1950 – 1995”, in *Finanza, Marketing, Produzione*, n. 4/ 1997.

G. Petrella, “Titoli sottili e sistemi di negoziazione”, Tesi di dottorato in *Mercati e intermediari finanziari*, Univ. Cattolica del Sacro Cuore, Mi, 1999.

P. D'Amico, “Teoria Finanziaria del

$$1) P/BV = \alpha_0 + \alpha_1 \times \text{Dim} + (\alpha_2 \times \text{Eff}) + (\alpha_3 \times \text{Ind}) + (\alpha_4 \times \text{ROE}) + (\alpha_5 \times \beta) + \varepsilon$$

$$2) P/E = \text{“} \quad \text{“}$$

$$3) P/CF = \text{“} \quad \text{“}$$

- P/CF = moltip. “Price/cash flow”;
- Dim = indice di dimensione;

valore d'impresa”. La valutazione delle aziende mediante il pricing

Brusa - Guelfi - Zamprogna, "Finanza d'impresa", ETAS Libri, Mi, 2001.

tazione delle aziende", Giappichelli, 2001.

S. Bozzolan, "Bilancio e valore. Metodi e tecniche di simulazione." Mc Graw - Hill, 2001.

F. Cesarini - P. Gualtieri, "La Borsa", Il Mulino, BO, 2000.

A. Di Mascio, "Valutazione dei titoli assicurativi", Egea, Mi, 2000.

F. Galimberti, "Come si legge il Sole 24 ore", Sole 24-ore, 2000.

L. Staffico, "Valutazioni d'azienda tramite i flussi di cassa", Giuffrè, Mi, 1986.

Zanda - Lacchini - Onesti, "La valu-

4) Determinazione del costo dell'autofinanziamento:

Il costo dell'autofinanziamento è pari al tasso di ritenzione degli utili, la cui formula matematica è la seguente:

$$CA = \frac{(Rn - d)}{MP}$$

dove:

- CA = costo dell'autofinanziamento
- (Rn-d) = ritenzione degli utili al netto dei dividendi erogati relativi all'ultimo bilancio approvato

