Net-economy: la determinazione di valore nel commercio elettronico

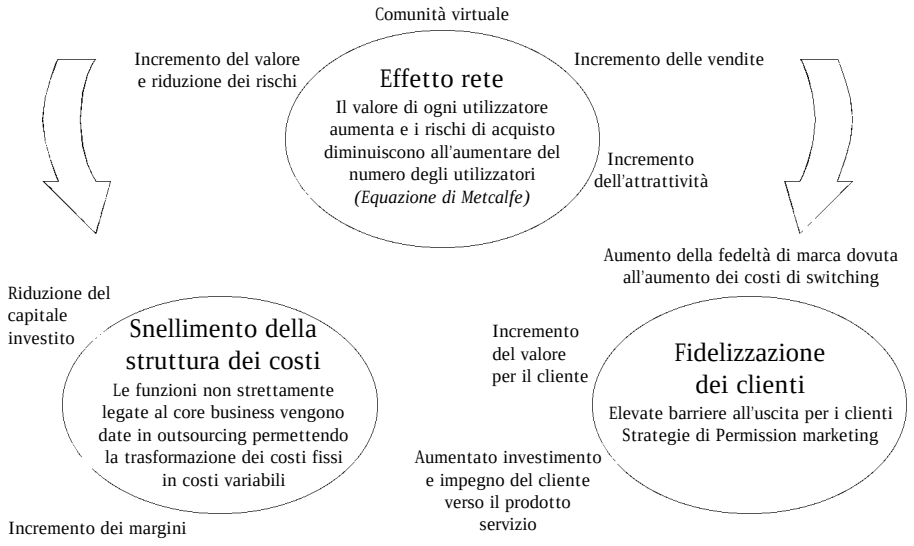
giacomo cuccaro

Il presente articolo costituisce un breve cenno sulla determinazione del valore economico nella Internet economy, in particolare sulle differenze metodologiche che impongono altrettanti differenti approcci al tema delle valutazioni. Nella New economy, infatti, le logiche di determinazione del valore non sempre trovano riscontro nell'insieme dei parametri di riferimento tipici dell'economia aziendale tradizionale. Essendo il tema in questione in costante evoluzione, le pagine che seguono non costituiscono un quadro esaustivo, ma vogliono essere esclusivamente un primo spunto di riflessione sulla materia. Nell'ambito di tale contesto, il dottore commercialista – che costituisce istituzionalmente il primario riferimento per la piccola e media impresa che, più di ogni altra entità, deve affrontare le minacce/opportunità offerte dalla Internet economy – si trova a dover fronteggiare i nuovi trend di mercato, dovendo adeguare le proprie conoscenze tecnico-professionali integrandosi con esperti di tecnologia, di marketing strategico e consulenti di direzione.

Scenario di riferimento

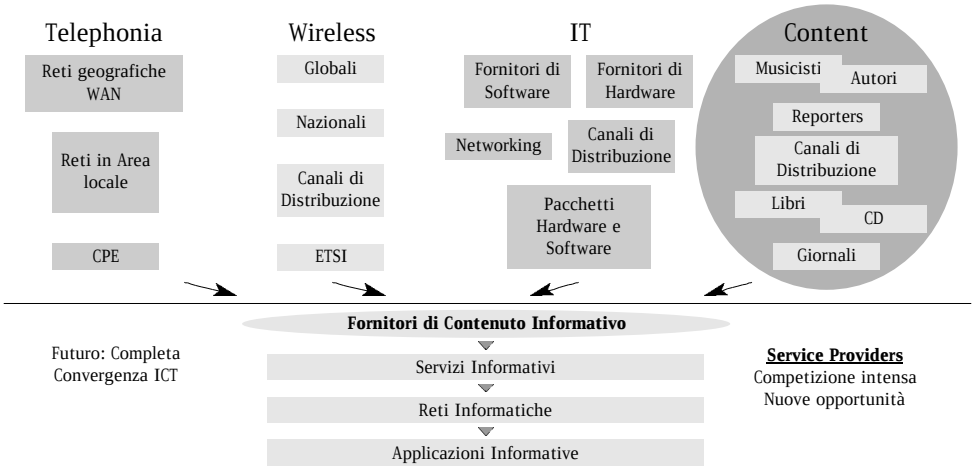
Lo sviluppo della tecnologia Internet, che ha coinciso con la convergenza dei settori dell'Information Technology, delle Telecomunicazioni e della produzione e distribuzione on line di contenuti, ha determinato, sulla scia dello sviluppo del mercato nordamericano, un'autentica rivoluzione dei modelli di business tradizionali.

L'incremento dei rendimenti nell'economia digitale



Fonte: Haward Business Review

Economia ed industria: un mondo che cambia



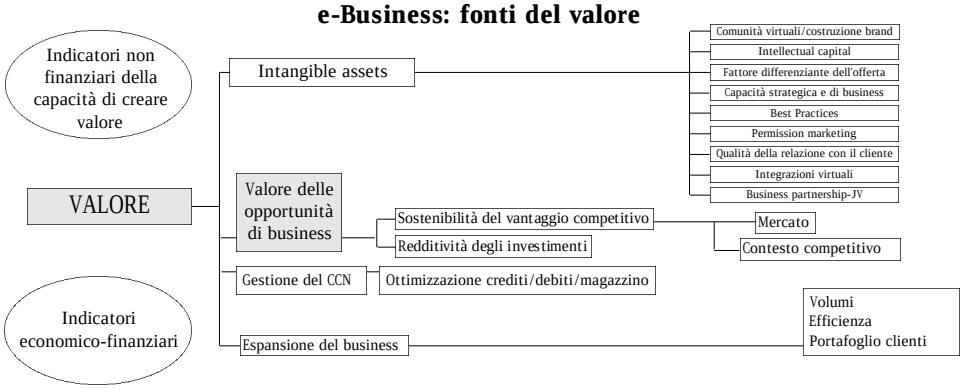
Fonte: Gruppo Bancario Banca Popolare Commercio e Industria

Si è assistito quindi al mutamento dell'utilizzo della tecnologia, da mezzo di supporto a fattore abilitante nuove strategie aziendali, caratterizzate da modelli di business innovativi e da vantaggi competitivi potenzialmente consistenti.

La Internet Economy ne è stata l'espressione più indicativa, contraddistinguendosi proprio per l'utilizzo, nei modelli economici, di applicazioni tecnologiche pervasive a livello organizzativo ed aziendale che hanno implicato la complessiva ridefinizione della catena del valore, attraverso l'automazione e/o la virtualizzazione di tutti o parte dei processi di business.

La conseguenza nell'ambito degli scenari economici è stata la presenza di fattori destabilizzanti che hanno provocato turbolenze e dinamicità notevolmente superiori rispetto ai settori tradizionali: i mercati finanziari, nei quali sono state collocate le nuove realtà ideate per operare nella economia digitale – le cosiddette dot.com – stanno esprimendo notevoli fluttuazioni nelle quotazioni che, attraverso rapidissimi sviluppi associati a repentini cambiamenti delle dinamiche di mercato, stanno provocando, di conseguenza, dubbi sulle più consolidate e tradizionali metodologie di analisi e di valutazione della creazione del valore economico aziendale.

e-Business: fonti del valore



In uno scenario così delineato i professionisti, i consulenti ed in genere gli operatori del settore si trovano ad affrontare il tema della creazione del valore, dovendo tener presente una serie di importanti implicazioni.

In prima analisi il mercato, dove i confini della segmentazione dei settori tradizionali sono stati totalmente sovrapposti ed integrati. Oggi infatti non si parla più in tale ambito di settori *verticalizzati* industriali e di servizi, ma di *business to business* (intendendo con questa terminologia rapporti e transazioni tra aziende) e di *business to consumer* (da aziende ad utenti finali). Ma ancora più nel dettaglio i principali modelli di mercato che si stanno affermando nell'e-business possono essere riassunti di seguito:

– *infrastructure provider*: i fornitori delle infrastrutture tecnologiche che abilitano l'e-business;

– isp/asp/*Web Sourcer, internet service provider* e gli *application service provider*: fornitori di servizi, accesso ed applicazioni nell'economia digitale;

– *internet portal*, quelle piattaforme tecnologiche che consentono il *gate*, la porta di accesso alla rete delle reti, agli utenti *consumer*, attraverso ambienti dinamici, nei quali sono disponibili la fruibilità di contenuti e servizi integrati;

– *digital market place*, quelle piattaforme infrastrutturali che facilitano l'aggregazione di aziende e le transazioni tra tali entità, attraverso servizi di vario genere, di base ed a valore aggiunto;

– i *market facilitator* ed i *virtual mall* che facilitano le transazioni ed i rapporti commerciali on line (e.commerce).

Per ciascuno di tali segmenti esistono dinamiche ed implicazioni differenti che influenzano le metodologie di valutazione aziendale che impattano sull'analisi dei modelli e sulla loro sostenibilità.

Si consideri, ad esempio, i fornitori di accesso ad Internet, di limitate dimensione, che fino a ieri hanno potuto contare su flussi reddituali e finanziari in grado di sostenere la loro capacità di creare valore. Oggi con l'avvento del *free access* – la fornitura gratuita di accesso alla rete ormai effettuata dalla pluralità degli operatori, direttamente o attraverso accordi di partnership con fornitori di infrastrutture tlc – necessitano di un completo riposizionamento sul mercato, che deve comportare l'incremento di servizi offerti e le conseguenti attivazioni di ulteriori fonti di reddito. È intuitiva, pertanto, l'inefficacia insita nella procedura di valutazione delle aspettative di flussi reddituali e finanziari futuri, sulla base dei dati storici.

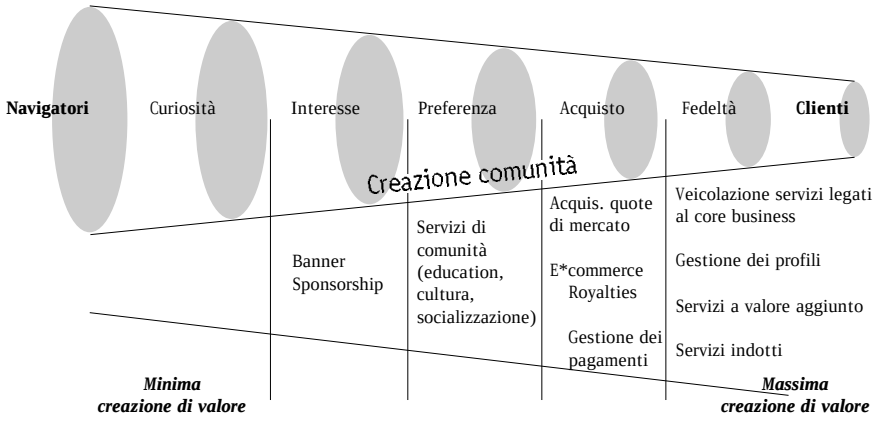
La creazione di valore economico nei portali attraverso la capitalizzazione degli intangible

Posizionamento strategico nel settore

Un altro importante elemento differenziante rispetto ai settori tradizionali è costituito proprio dalle fonti di creazione di valore.

È il caso ad esempio degli *intangibile asset* generati dalle *new dot.com*, che si concretizzano nella qualità dei modelli di business implementati, a loro volta contraddistinti da diversi elementi quali le catene del valore costruite sul cliente, la qualità della relazioni impostate, la consistenza delle *business partnership*, l'utilizzo strategico della tecnologia, la "scalabilità" dei sistemi infrastrutturali in base alle possibilità di incrementare il business, fino al fattore differenziante dell'offerta e delle modalità di erogazione del servizio, che consentono di "profilare" i clienti o gruppi di essi. I profili, in particolare, ottenuti attraverso specifici software e metodologie cosiddette di *permission marketing*, incorporando gusti, capacità reddituali e comportamenti d'acquisto dei consumatori sul web, costituiscono un patrimonio importantissimo per le Internet Company e, forse, la più importante fonte di creazione di valore economico.

Il modello di business e l'incrementabilità delle fonti di valore



Da qui la necessità di dover procedere ad un'analisi che implica in particolare:

– la consistenza dei modelli di business;

– la piattaforma tecnologico-infrastrutturale abilitante gli stessi modelli;

– la loro sostenibilità in contesti e scenari di mercato turbolenti;

– la capacità di *execution* del management e dei quadri direttivi;

– le risorse – umane, tecnologiche e di capitale – disponibili;

– la strategia ed il posizionamento rispetto alla concorrenza.

Risulta quindi evidente la necessità di dover procedere alla preparazione di piani strategici che consentano ed abilitino la proiezione di situazioni patrimoniali, conti economici e conseguenti flussi finanziari previsionali, che riassumano in valori numerici le complesse valutazioni ed implicazioni concettuali sottostanti.

Si procede di seguito ad una indicazione di massima dei punti da sviluppare per la preparazione di un piano strategico, idoneo ad una concreta ed affidabile valutazione, anche in presenza di elementi dinamici e turbolenti che caratterizzano gli scenari della New economy.

Successivamente si menzioneranno alcune metodologie in via di consolida-

mento soprattutto tra i *venture capital*, i cosiddetti acceleratori della nuova economia che, tramite i fondi chiusi destinati agli investitori istituzionali, si focalizzano strategicamente in investimenti nelle tecnologie e nei mercati emergenti, al fine di ottenere tassi di rendimento particolarmente elevati.

1 Il Piano Strategico

Prima di procedere ad una valutazione della determinazione del valore aziendale secondo i più consolidati modelli, è necessario procedere ad un piano che esponga nel dettaglio l'analisi del modello economico adottato, l'infrastruttura, le risorse, la strategia, il posizionamento competitivo, il piano economico-finanziario sottostante.

Nel particolare, uno studio strategico dovrebbe fornire approfonditi elementi di dettaglio, adeguatamente certificati, sui seguenti punti:

1) La strategia:
- la *business idea*;
- la *mission*;
- il *business model*;
  - il *business system*;
  - l'offerta;
  - il mercato di riferimento: i clienti potenziali;
  - la piattaforma infrastrutturale abilitante: l'organizzazione e la tecnologia;
  - l'analisi della catena del valore ed i processi di business sottostanti;
  - le *partnership*;
  - la creazione di valore: le fonti di reddito e gli *intangible asset*.

2) L'analisi della sostenibilità del business ed il fattore differenziante

3) L'analisi del posizionamento strategico:
- lo scenario competitivo;
- fattori critici di successo;
- swot Analysis;
- la matrice integrata del business;

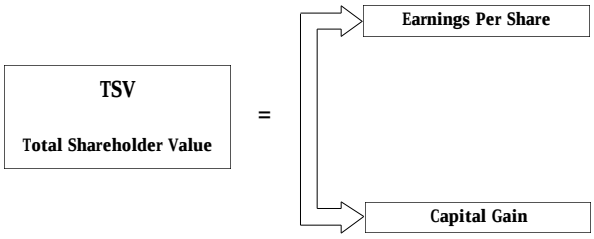
4) Il business plan:
- il piano strategico d'investimento:
  - i costi infrastrutturali relativi alla piattaforma;
  - i costi capitalizzati (ad es., le spese di marketing ed altri costi pluriennali);
- i volumi generabili e la consistenza dei costi d'esercizio:
  - la definizione dei volumi di affari generabili secondo gli scenari ipotizzati;
  - la configurazione dei costi operativi.

L'analisi dettagliata delle *assumption* (delle ipotesi sottostanti al piano):
- i bilanci previsionali;
- i *cash flow* configurati;
- il fabbisogno finanziario;
- gli indicatori direzionali.

5) Strategie operative per lo sviluppo:
- il brand ed il marketing strategico;
- gli ulteriori piani di investimento;
- gli accordi e le *partnership* operative e commerciali;
- la penetrazione di nuovi mercati;
- le eventuali diversificazioni e l'incrementabilità del business.

Analizzando i differenti contenuti del piano (che saranno trattati dettagliatamente in un successivo articolo attraverso l'illustrazione di un caso pratico), emerge chiaramente la necessità di integrare le competenze del Dottore Commercialista con ulteriori figure professionali (ad esempio, con esperti di tecnologia ed analisti di marketing), ma emerge altresì come la competenza primaria di coordinamento e la determinazione del valore aziendale siano proprie del Dottore Commercialista, in particolare, attraverso la redazione dei bilanci preventivi, secondo le consolidate metodologie di economia aziendale, che traducano in valore economico i piani strategici.

La creazione di valore per l'investitore



Facendo riferimento alle più utilizzate metodologie di valutazione, viene effettuato un brevissimo cenno sul metodo dei Multipli, sul *Discounted Cash Flow*, e sul metodo delle Opzioni Reali, rimandando i numerosi e complessi dettagli ad uno specifico approfondimento bibliografico.

Il metodo dei Multipli si basa su un concetto semplificato per cui viene attribuito un valore di riferimento ad un elemento caratterizzante e significativo che incorpora la creazione di valore economico (ad esempio, il fatturato o il numero di clienti attivi). Il valore di riferimento viene individuato come il valore che riassume le caratteristiche di imprese similari presenti sul mercato in termini di modello economico e profilo di rischio. Tale metodologia si basa su due determinanti, che costituiscono, allo stesso tempo, il limite della metodologia e l'ostacolo alla sua diffusione:

– l'individuazione di imprese similari (con una minima approssimazione);
– la scelta del moltiplicatore (che deve essere idoneo alla identificazione del discriminante, del generatore di valore).

L'arbitrarietà, inerente l'elevato grado di soggettività della scelta dei moltiplicatori, fa sì che questa metodologia sia usata soprattutto per verificare la congruità del valore ottenuto tramite altre metodologie di valutazione, come ad esempio la metodologia dell'attualizzazione dei flussi finanziari (*Discounted Cash Flow*), ritenuta istituzionalmente la più idonea alla identificazione del concetto di valore economico.

Il dfc è ampiamente il metodo più consolidato di valutazione aziendale e trae la sua *ratio* dall'idea che il valore di un'azienda corrisponda alla sua capacità di generare flussi finanziari nell'orizzonte temporale di riferimento. I limiti di questo metodo si evidenziano particolarmente nel contesto della New economy e risiedono nelle seguenti criticità:

– stima dei flussi finanziari;
– stima di un loro tasso di crescita;
– scelta del tasso di attualizzazione (che deve incorporare il cosiddetto costo opportunità del capitale impiegato, e che di norma è supposto pari al costo medio ponderato del capitale-wacc: (*Weight Average Cost of Capital*). Vengono tuttavia utilizzate metodologie differenti come, ad esempio, il costo degli *asset* riferito al *Capital Cash Flow*;
– orizzonte temporale di riferimento;
– valore finale (*terminal value*);
– elevato elemento soggettivo del valutatore (in particolare nella stima dei *cash flow* attesi si suppongono elementi di sta-

bilità del settore, che raramente sono rispettati nella Internet economy).

Tra i metodi più innovativi, si colloca il metodo delle Opzioni Reali, che considera l'investimento aziendale come una fonte di opportunità potenziale in relazione ad elementi insiti nell'azienda stessa quali la disponibilità delle risorse, il modello di business, le capacità, il mercato di riferimento potenziale e il posizionamento strategico da adottare. Secondo questa metodologia, l'azienda viene considerata come un'attività finanziaria a cui corrispondono dei flussi di cassa, in entrata ed in uscita, correlati ad eventi aleatori.

I determinanti del valore, a cui corrisponde l'esercitabilità delle opzioni, sono rilevabili nella maniera seguente:

– eventi da cui dipende l'esercitabilità del diritto d'opzione;
– la volatilità degli stessi eventi;
– il valore delle opportunità, ottenibile tramite l'attualizzazione dei flussi reddituali/finanziari derivanti dalla implementazione delle stesse opportunità;
– il valore dell'investimento incrementale da adottare per effettuare l'implementazione;
– stima del tempo necessario al verificarsi di quegli eventi;
– tasso di remunerazione a rischio zero da applicare all'investimento/azienda.

Secondo questa metodologia il valore di un'azienda corrisponde al prezzo di acquisto delle opzioni (opportunità) che essa incorpora, cioè il prezzo del "diritto di acquisto" della loro implementazione riconosciuto alla stessa azienda.

Secondo tale teoria il valore dell'azienda è quindi dato dal valore del "diritto" di realizzare l'opportunità di business che si verifica. Lo stesso valore deriva in ultima analisi da un concreto approfondimento delle potenzialità del business e delle capacità del management.

2 Considerazioni conclusive

In generale, il tema della determinazione del valore aziendale assume, nel contesto della New economy, una serie di rilevanti criticità. Ciò che gli operatori impongono infatti è una rigorosa impostazione metodologica e concettuale sull'analisi dei modelli di business, della loro sostenibilità, della qualità delle risorse. In particolare, un corretto approccio alla determinazione del valore implica un'analisi qualitativa del modello economico-organizzativo ed un'analisi quantitativa che tenda ad identificare la redditività dell'investimento e complessivamente la creazione di valore economico, secondo i differenti scenari di riferimento ipotizzati e le risorse disponibili.

Analisi del business model	**Analisi fondamentali**
– Business Idea	**– Valutazione reddituale**
– Market	**– Discounted Cash Flow**
– Pricing	**– Capital Cash Flow**
– Timing	**– Multipli**
– Team	
– Technology	
– Processes	
– Passion	

– Opzioni Reali

A titolo di esempio, i *venture capitalist*, che nell'ambito della New economy svolgono l'importante ruolo di acceleratori ed integratori delle e.business, fronteggiano costantemente il tema del valore, utilizzando le più sofisticate e complesse metodologie di valutazione (tra cui le citate dfc, Opzioni reali, Multipli).

In tale contesto tra gli elementi che assumono maggior peso troviamo la qualità delle risorse umane e la loro credibilità, la qualità della *business idea* e del modello di business, il valore attuale e prospettico del mercato di riferimento, le opportunità strategiche di investimento rispetto agli scenari competitivi.

I quattro principali elementi di analisi

- Team
  - Il team è in grado di gestire la fase di innovazione e di crescita
  - Che background, che risultati ha raggiunto, che reputazione, quanto sono motivati
- Opportunity
  - Attrattività del business, valori di mercato
  - Capacità di execution e di costruzione del brand
  - Analisi di benchmarking competitivo
  - Qual è la consistenza del capitale fisso in grado di supportare un dollaro di vendite
  - Costo di acquisizione di un cliente, fidelizzazione
  - Capacità di rispondere ad azioni strategiche dei concorrenti
- Analisi del context
  - Definizione di scenari alternativi e il loro possibile impatto sul business
- Deal
  - Qualità e quantità delle business partnership
  - Progetti in corso

Fonti Bibliografiche

High tech start up, J.L. Nesheim, "The Free Press"
Inside the tornado, G.A. Moore, Harper Business
Derivatives, F. Arditti, hbs Press
Digital capital, D. Tapscott, D. Ticoll, A. Lowy, hbs Press
Valutazioni.com, M. Livian, egea
La strategia del valore, A. Rappaport
Il valore dell'impresa, Copeland, etc., Mc Kinsey Corp.
The option approach to capital investments, Harvard Business Review, May-June 1995
La valutazione delle aziende, L. Guatri, egea
Il vantaggio competitivo, M. Porter
Venture capital handbook, D. Gladstone, Prentice Hall