



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI TRIESTE
XXIV CICLO DELLA SCUOLA DI DOTTORATO DI RICERCA IN
FINANZA

Il Centro Commerciale nel contesto della Grande Distribuzione Organizzata:
Analisi Fondamentale e Fair Value

Settore scientifico-disciplinare SECS-P/09 – FINANZA AZIENDALE

DOTTORANDO
CRISTIAN MATTALONI

DIRETTORE DELLA SCUOLA
PROF. MARCO ZECCHIN

RELATORE/SUPERVISORE/TUTORE
PROF. MAURIZIO FANNI

ANNO ACCADEMICO 2010/2011

Il Centro Commerciale nel contesto della Grande Distribuzione Organizzata: analisi fondamentale e Fair Value

ABSTRACT

Il presente studio si sofferma sull'analisi fondamentale delle imprese che usiamo denominare Centri Commerciali e che rientrano nei processi della "Grande Distribuzione Organizzata". Insieme ad un profilo e ad un inquadramento generale del Centro si metteranno a fuoco i caratteri quali/quantitativi dei fondamentali drivers del valore che caratterizzano il complesso strategico del centro commerciale, vale a dire il suo core business, costruito e posto in azione dagli investitori/fondatori che lo hanno ideato e che hanno pianificato il suo sviluppo. Quanto si dirà da un lato esprimerà una linea guida dei criteri di stima del valore di mercato del complesso strategico del centro commerciale; dall'altro indicherà come l'innegabile forza d'investimento che accompagna la creazione di grandi centri influisca sia sull'assetto delle città, sia sulle loro periferie, sia sull'economia circostante.

La straordinaria forza d'investimento immobiliare che presiede all'attivazione dei centri commerciali incide sullo sviluppo micro e macroeconomico dei sistemi sociali e richiama l'esigenza di una rivisitazione del concetto di mercato e di economia di mercato.

Invero in termini negoziali occorre considerare l'insieme dei vantaggi e l'insieme degli svantaggi conseguenti alla presenza dei centri commerciali ed alla loro diffusione.

Il negoziato economico non può non valutare il rischio del possibile degrado urbanistico delle città, la perdita di valore dei centri storici, il disagio procurato dalla rarefazione dei negozi di vicinato (necessari per gli acquisti da parte di talune fasce sociali), ecc. corrispondenti alla diffusione dei centri commerciali. Ciò significa che la "causa economica" la quale giustifica la legge della domanda e dell'offerta e che è presente quando si debba accettare o respingere l'inserimento di un nuovo centro commerciale deve abbracciare le molte componenti coinvolte configurando un processo che richiede una risposta alla seguente domanda: la scelta di introdurre quel centro commerciale si caratterizza per un'utilità sociale? In una tale prospettiva emerge come l'economia di mercato necessiti di una visione complessiva del sistema dove il concetto di mercato dovrà essere riconsiderato ed esteso. Tale analisi che esula dall'economia del presente lavoro sarà sommariamente evidenziata discutendo del concetto di valore economico totale (VET).

L'aspetto segnalato per ultimo va sottolineato. La diffusione dei centri commerciali ed in particolare l'azione della Grande Distribuzione Organizzata influiscono sull'assetto urbano e sociale delle città (negli ultimi anni abbiamo assistito ad una crescita sensibile nel nostro Paese di centri commerciali, supermercati, ipermercati, grandi magazzini, discount, ecc. nel mentre hanno chiuso e stanno ulteriormente riducendosi i piccoli esercizi dei centri cittadini).

La prima parte della tesi è strutturata in due sezioni. La prima sezione partendo da un'analisi storica dei primi centri, dalle loro origini sino ai giorni nostri, mette in luce il processo di trasformazione economico, sociale e culturale delle città e degli stili di vita dei consumatori, la qual cosa ha inciso notevolmente sull'economia locale e sulla natura dell'indotto che ruota attorno ai centri commerciali.

Nella seconda parte della tesi, divisa in più sezioni, a partire da una descrizione degli investimenti (sia immobiliari che finanziari che immateriali) i quali rappresentano gran parte del valore dei centri commerciali ed alimentano i drivers strategici in termini di creazione di valore e di sviluppo, si conduce un'analisi riferita alle diverse tipologie di centri commerciali. Vengono quindi proposti processi di lettura del contesto aziendale fondati sull'uso della cash flow analysis e del discounted cash flow model.

L'analisi fondamentale e di valutazione prosegue tenendo conto del raccordo tra valore dei centri commerciali e costi benefici prodotti nella comunità in cui i centri operano, con ciò determinando l'esigenza che la stima del valore dei centri per quanto riferita al gruppo imprenditoriale coinvolga il contesto economico più vasto in cui i centri sono inseriti.

Ancora sia consentita una chiosa finale. La presenza dei centri commerciali influisce o può influire sui corretti processi di acquisizione dei tributi da parte dell'Agenzia delle Entrate. La Finanza Locale, nonostante i nuovi processi di trasferimento delle risorse dallo Stato e di autonomia fiscale, non riesce sempre ad assicurare che i tributi erariali che derivano dai consumatori locali (somme enormi) ricadano e si risolvano a beneficio delle stesse comunità in cui quei redditi si generano, in quanto i versamenti delle imposte sul reddito d'impresa, dell'imposta sul valore aggiunto, ecc., dei grandi gruppi della distribuzione avvengono, nella maggior parte dei casi, dove le società della GDO hanno la sede legale.

Le Agenzie preposte alla riscossione delle entrate tributarie nei territori interessati (e quindi le regioni e gli altri enti locali interessati) vedono così riconfigurati (secondo i casi ridotti od aumentati) i loro introiti, non di rado dipendenti dal "riscosso" e non dal "prodotto" in quel territorio.

A ciò si associa l'eventualità che gli enti locali si dimostrino interessati ad interventi di "finanza di progetto" la quale implica un nuovo rapporto tra pubblico e privato e chiama in causa interessi sociali ed ambientali dei centri urbani e aspetti di responsabilità e solidarietà sociale delle imprese della GDO le quali suppongono analisi e protocolli particolari.

Settore scientifico- disciplinare di appartenenza SECS-P/09.

*Ringrazio i miei genitori,
mia sorella Elisa ,i miei nonni,
Martina,
che mi sono sempre stati vicini sia nei momenti belli
che in quelli difficili.*

INDICE

Introduzione	1
Dizionario	3
Focus 1 - Analisi storica.....	10
Bibliografia.....	14
Parte prima.....	16
Capitolo 1 - GDO ed il complesso strategico dei Centri Commerciali	16
Bibliografia.....	28
Focus 2 - Figure professionali dei centri commerciali come complesso strategico.....	30
Parte seconda	33
Capitolo 2 - Il valore intrinseco totale.....	33
Focus 3 - Format distributivi	36
Capitolo 3 - Inquadramento dell'economia di un centro commerciale	43
Capitolo 4 - Le banche dati	48
Parte terza	55
Capitolo 5 - Enterprise Risk Management del complesso strategico del centro commerciale	55
Bibliografia.....	63
Parte quarta	65
Capitolo 6 - I processi di analisi fondamentale.....	65
Capitolo 7 - Caratteri del processo di analisi.....	77
Capitolo 8 - La raccolta delle informazioni ai fini della valutazione	85
Capitolo 9 - La valutazione del centro commerciale quale complesso strategico.....	101
Bibliografia.....	119
Parte quinta.....	127
Capitolo 10 - Indicatori di performance del centro commerciale quale complesso strategico.....	127
Capitolo 11 - Caso specifico: linee essenziali per applicazioni del DCF model ad un centro commerciale.....	133
Allegato	151
Bibliografia.....	154
Conclusioni	155

INTRODUZIONE

Complesso strategico del centro commerciale

Il presente lavoro tratta dell'analisi fondamentale delle imprese che usiamo denominare Centri commerciali e che fanno parte della "Grande Distribuzione Organizzata".

Ci riferiamo a complessi imprenditoriali di medie e/o grandi dimensioni nei quali più esercizi commerciali sono inseriti in una struttura a destinazione specifica e usufruiscono di infrastrutture comuni e spazi di servizi gestiti unitariamente. Per superficie di vendita del complesso strategico del centro commerciale si intendono le aree che producono reddito da locazione, che vanno dalla superficie adibita alla vendita, ai locali per le lavorazioni e per le scorte (i magazzini) fino agli uffici utilizzati per l'attività amministrativa; non sono inclusi, invece, i parcheggi, le gallerie commerciali, e gli spazi comuni tra più esercizi che vengono gestiti in maniera collettiva.

"merchandising mix"

Il complesso strategico del centro commerciale si struttura attraverso uno specifico "merchandising mix" e cioè secondo la definizione del Consiglio Nazionale dei Centri Commerciali combinando un insieme di attività commerciali, artigianali e di servizio che compongono l'offerta del centro e lo identificano rispetto alla clientela. Il merchandising mix deve essere attentamente definito prima dell'apertura del centro in funzione della risposta che intende dare ai bisogni della clientela dell'area di attrazione. Deve inoltre essere periodicamente aggiornato in funzione delle attese della clientela, dell'evoluzione degli stili di consumo, del lancio sul mercato di nuove tipologie distributive o attività extra-commerciali, che possono influire sulla soddisfazione dei bisogni della clientela. Le attività presenti in un centro commerciale possono raggrupparsi nelle seguenti macro-categorie:

- attività commerciali: grandi superfici di uso generale, grandi/medie

superfici specializzate, negozi.

- attività di ristorazione: ristoranti, pubblici esercizi e similari
- artigianato
- attività di servizio
- attività extra-commerciali
- - attività di entertainments

DIZIONARIO

**Ancora,
locomotive,
unità trainanti**

Ancore, locomotive, unità trainanti (fonte Consiglio Nazionale dei Centri Commerciali)

Si tratta delle attività commerciali, o di servizio, che rappresentano il principale punto di attrazione del Centro e che provvedono in misura determinante alla generazione di traffico di clientela. La loro natura si modifica in funzione del tipo di Centro in quanto può trattarsi di medie o grandi superfici despecializzate, di grandi/medie superfici specializzate, di attività di ristorazione, di attività per il tempo libero.

**Area di
attrazione**

Area di attrazione (fonte Consiglio Nazionale dei Centri Commerciali)

L'area di attrazione, o zona di influenza, è l'area dalla quale proviene la maggior parte della clientela che frequenta il Centro. La sua dimensione ed estensione varia in funzione della natura e dell'importanza delle attività presenti nel Centro, della densità demografica della zona, dell'esistenza o meno di barriere naturali o artificiali, della viabilità che serve il Centro, della presenza di concorrenti.

Cash and carry

Cash and Carry (fonte Marco Giunti)

Esercizio all'ingrosso organizzato a self-service, con superficie di vendita superiore a 400 mq, nel quale i clienti provvedono al pagamento in contanti, contro emissione immediata di fattura, e al trasporto diretto della merce.

**Centro
commerciale**

Centro Commerciale (fonte Ministero dello Sviluppo Economico)

Una media o una grande struttura di vendita nella quale più esercizi commerciali sono inseriti in una struttura a destinazione specifica e

usufruiscono di infrastrutture comuni e spazi di servizio gestiti unitariamente. Per superficie di vendita di un centro commerciale si intende quella risultante dalla somma delle superfici di vendita degli esercizi al dettaglio in esso presenti, (*vedere Focus 3*).

Discount

Discount (fonte Marco Giunti)

Punto vendita al dettaglio a libero servizio di prodotti di largo consumo di marche secondarie, non pubblicizzate, a prezzi bassi. Si effettua in due tipologie di punto vendita:

- Hard discount: punto vendita di superficie media (400-600 mq) con una varietà e assortimento limitati di prodotti per ogni categoria merceologica offerta. Personale, servizio esposizione e casse ridotti al minimo per contenere i costi, (*es Lidl*);
- Soft discount: formula che prevede maggiore assortimento, la presenza di alcuni prodotti di marca e miglior servizio. I prezzi di vendita sono lievemente superiori.

Esercizi di vicinato

Esercizi di vicinato (fonte Ministero dello Sviluppo Economico)

Esercizi aventi superficie di vendita non superiore a 150 mq nei comuni con popolazione residente inferiore a 10.000 abitanti e a 250 mq nei comuni con popolazione residente superiore a 10.000 abitanti.

Factory outlets centers

Factory Outlets Centers (fonte Consiglio Nazionale dei Centri Commerciali)

Nascono come aggregazione di più punti vendita dei produttori dove poter smerciare rimanenze, resi, linee sperimentali, eccedenze di produzione della propria marca. Non sono da confondersi con i factory shops ovvero gli spazi aziendali. Si tratta infatti di complessi generalmente di ampie dimensioni (minimo 5.000 mq di GLA) caratterizzati da un mercato orientato dall'offerta commerciale. Ogni singolo aspetto è accuratamente

studiato: dall'architettura, al mix merceologico, ai servizi resi. Sono generalmente localizzati in un'area extraurbana ben fornita da vie di comunicazione e si completano con parcheggi, ristorazioni, aree divertimenti. In alcune aree possono divenire veri e propri poli di attrazione a pieno titolo.

Franchising

Franchising (fonte Ministero dello Sviluppo Economico)

L'affiliazione commerciale (franchising) è il contratto, comunque denominato, fra due soggetti giuridici, economicamente e giuridicamente indipendenti, in base al quale una parte concede la disponibilità all'altra, verso corrispettivo, di un insieme di diritti di proprietà industriale o intellettuale relativi a marchi, denominazioni commerciali, insegne, modelli di utilità, disegni, diritti di autore, know-how, brevetti, assistenza o consulenza tecnica e commerciale, inserendo l'affiliato in un sistema costituito da una pluralità di affiliati distribuiti sul territorio, allo scopo di commercializzare determinati beni o servizi.

GLA

GLA (fonte Consiglio Nazionale dei Centri Commerciali) (Gross Leasable Area)

Si tratta della superficie commerciale lorda affittabile del Centro. Essa è la somma delle superfici commerciali lorde, compresi quindi magazzini, aree di movimentazione merci, aree di lavorazione ed uffici, delle singole attività presenti nel Centro.

G.D.O.

G.D.O. – Grande Distribuzione Organizzata (fonte Marco Giunti)

Identifica la formula distributiva moderna; si suddivide nelle sottocategorie:

- GD – Grande Distribuzione: insegne commerciali che presentano in maniera omogenea punti di vendita con superfici elevate, supermercati ed ipermercati, (*es Carrefour*);

	<ul style="list-style-type: none"> - DO – Distribuzione Organizzata: insegna centrale di acquisti unica e molte piccole realtà distributive sul territorio; grande numero di negozi tradizionali uniti da un'unica insegna, come mini-market, (<i>es Crai, Conad</i>).
<p>Grande magazzino</p>	<p>Grande magazzino (fonte Ministero dello Sviluppo Economico)</p> <p>Esercizio al dettaglio operante nel campo non alimentare che dispone di una superficie di vendita superiore a 400 mq. e di almeno cinque distinti reparti, ciascuno dei quali destinato alla vendita di articoli appartenenti a settori merceologici diversi ed in massima parte di largo consumo, (<i>es Upim</i>).</p>
<p>Grande superficie specializzata</p>	<p>Grande superficie specializzata (fonte Ministero dello Sviluppo Economico)</p> <p>Esercizio al dettaglio operante nel settore non alimentare (spesso appartenente ad una catena distributiva a succursali) che tratta in modo esclusivo o prevalente una specifica gamma merceologica di prodotti su una superficie di vendita non inferiore ai 1.500 mq, (<i>es Ikea</i>).</p>
<p>Grandi strutture di vendita</p>	<p>Grandi strutture di vendita (fonte Ministero dello Sviluppo Economico)</p> <p>Esercizi aventi superficie di vendita superiore ai limiti delle medie strutture di vendita.</p>
<p>Ipermercato</p>	<p>Ipermercato (fonte Ministero dello Sviluppo Economico)</p> <p>Esercizio al dettaglio con superficie di vendita superiore a 2.500 mq., suddiviso in reparti (alimentare e non alimentare), ciascuno dei quali aventi, rispettivamente, le caratteristiche di supermercato e di grande magazzino, (<i>es Carrefour</i>).</p>

Locazione temporanea

Locazione temporanea (fonte Consiglio Nazionale dei Centri Commerciali)

Si definiscono locazioni temporanee tutte le attività espositive, o in qualche caso di vendita, realizzate su aree comuni di modesta estensione della galleria commerciale o dei parcheggi, di durata non superiore alle 2-3 settimane e regolamentate da un contratto di concessione o di altra forma temporanea.

Medie strutture di vendita

Medie strutture di vendita (fonte Ministero dello Sviluppo Economico)

Esercizi aventi superficie di vendita superiore ai limiti degli esercizi di vicinato e fino a 1.500 mq nei comuni con popolazione residente inferiore a 10.000 abitanti e a 2.500 mq nei comuni con popolazione residente superiore a 10.000 abitanti.

Merchandising mix

Merchandising mix (fonte Consiglio Nazionale dei Centri Commerciali)

Si tratta dell'insieme di attività commerciali, artigianali e di servizio che compongono l'offerta del Centro e lo caratterizzano nei confronti della clientela. Il merchandising mix deve essere attentamente definito prima dell'apertura del Centro in funzione della risposta che intende dare ai bisogni della clientela dell'area di attrazione. Deve inoltre essere periodicamente aggiornato in funzione delle attese della clientela, dell'evoluzione degli stili di consumo, dell'apparizione sul mercato di nuove tipologie distributive o attività extra-commerciali, che possono influire sulla soddisfazione dei bisogni della clientela. Le attività presenti in un Centro Commerciale possono raggrupparsi nelle seguenti macro-categorie:

- attività commerciali: grandi superfici despecializzate, grandi/medie superfici specializzate, negozi.

	<ul style="list-style-type: none"> - attività di ristorazione: ristoranti, pubblici esercizi e similari - artigianato - di servizio - attività extra-commerciali - attività di entertainments
Minimercato (o superette)	<p>Minimercato (o superette) (fonte Ministero dello Sviluppo Economico)</p> <p>Esercizio al dettaglio in sede fissa operante nel campo alimentare con una superficie di vendita che varia tra 200 e 399 mq e che presenta le medesime caratteristiche del supermercato, (<i>es Margherita-Conad</i>).</p>
Outlet/spaccio aziendale	<p>Outlet/Spaccio aziendale (fonte Marco Giunti)</p> <p>Punti di vendita di proprietà del produttore, situati principalmente in prossimità della fabbrica, dove si vendono collezioni passate e articoli di seconda scelta ad un prezzo ribassato.</p>
Parchi commerciali	<p>Parchi commerciali (fonte Consiglio Nazionale dei Centri Commerciali)</p> <p>Un agglomerato commerciale aperto, ideato, progettato, costruito e gestito in modo unitario, dove la prevalenza degli esercizi commerciali è rappresentata principalmente da una pluralità di medie/grandi strutture con accesso diretto del pubblico dal parcheggio o da passaggi pedonali aperti”.</p>
Parti comuni	<p>Parti Comuni (fonte Consiglio Nazionale dei Centri Commerciali)</p> <p>Si tratta di tutte le aree e le strutture del centro che non sono di esclusivo godimento di nessuna delle attività presenti, ma che sono utilizzate congiuntamente da tutte le attività e dal pubblico. Possono essere sia interne al centro, si tratta pertanto dei mall, delle aree di accesso, di eventuali piazze,</p>

		<p>che esterne al centro, riferendosi dunque in questo caso ai parcheggi, alle aree di circolazione veicolare e pedonale esterne, al verde comune, ad altri elementi decorativi e di segnalazione del centro, totem, insegne esterne, cartellonistica del centro etc.</p>
supermercato		<p>Supermercato (fonte Ministero dello Sviluppo Economico)</p> <p>Esercizio al dettaglio operante nel campo alimentare, organizzato prevalentemente a libero servizio e con pagamento all'uscita, che dispone di una superficie di vendita superiore a 400 mq. e di un vasto assortimento di prodotti di largo consumo ed in massima parte preconfezionati nonché, eventualmente, di alcuni articoli non alimentari di uso domestico corrente, (es. <i>Esselunga</i>).</p>
Studio di fattibilità	di	<p>Studio di fattibilità (fonte Consiglio Nazionale dei Centri Commerciali)</p> <p>Si definisce uno studio di fattibilità di un Centro Commerciale l'analisi integrata dagli aspetti socio-economici e concorrenziali del bacino di utenza con gli aspetti tecnico-costruttivi - urbanistici al fine di valutare la fattibilità dell'iniziativa dal punto di vista reddituale.</p>
superstore		<p>Superstore</p> <p>E' un format di vendita che si inserisce fra il supermercato e l'ipermercato, una superficie di vendita variabile fra i 2.500 e i 3.500 mq</p>
Tenant		<p>Tenant</p> <p>Si definisce colui che ha affittato uno spazio commerciale, un negozio, all'interno del centro commerciale.</p>

Focus 1 – Analisi storica

1.1 Storia

Il complesso strategico dei centri commerciali non è una nuova invenzione. I centri in realtà hanno origine molti secoli fa. Le prime forme di centri commerciali sono luoghi di mercato tradizionali usati allora dalle persone che vivevano insieme in città, a cominciare dagli antichi bazar all'aperto dove la gente andava e comprava i beni da artigiani e agricoltori locali. Quello che oggi è chiamato centro commerciale, era una semplice riunione di bancarelle.

Oggi per centro commerciale intendiamo un complesso assai sviluppato, di solito costituito da uno o più edifici contenenti una varietà di negozi, con passerelle che permettono ai clienti di passare da un edificio all'altro, da un negozio all'altro. Generalmente è presente anche un parcheggio adiacente che permette ai visitatori di raggiungere facilmente il centro commerciale. Sono collocati in città ma più delle volte fuori città con la presenza di ampi spazi gratuiti per i parcheggi.

1.2 Primi centri commerciali

Il centro commerciale può vantare sia esperienze a cielo aperto che mercati coperti. Al-Hamidiyah Souq a Damasco in Siria, sicuramente si può considerare il precursore degli attuali shopping center risalente al 7° secolo. Il Isfahan's Grand Bazaar, che è in gran parte coperto, risale al 10° secolo. Il Grand Bazaar di Teheran ha una lunga storia con i suoi 10 chilometri di coperto. Il Grand Bazaar di Istanbul risale al 15° secolo ed è tutt'ora uno dei più grandi mercati coperti del mondo, con più di 58 strade e 4.000 negozi. Il Mercato Coperto di Oxford ad Oxford in Inghilterra è stato inaugurato nel 1772 ed è tutt'ora operativo racchiudendo al suo interno moltissimi negozi. Il Gostiny Dvor a San Pietroburgo, inaugurato nel 1785, può essere considerato come uno dei primi centri commerciali in quanto costruito

da 178 negozi con una superficie di oltre 50.000 metri quadrati. Nel 1819 è stato inaugurato il Burlington Arcade a Londra, è una galleria coperta, è uno dei precursori del 19° secolo delle gallerie commerciali in Europa e del moderno centro commerciale. Nell'inizio del 19° secolo in Francia il termine porticato, venne a significare una zona con due file di negozi unite da archi e coperte in vetro e ferro per proteggere i pedoni dagli elementi; arcades o "Passanges couverts de Paris" com'erano chiamati in francese sono stati una parte importante della vita pubblica, non solo un luogo per fare acquisti, ma anche un luogo di parata, per vedere e per essere visti dalla società. Trasportato negli Stati Uniti, il portico è diventato la prima area commerciale dell'America coperto, il Westminster Arcade a Providence, nella capitale di Rhode Island, il primo centro commerciale che ha introdotto il concetto di vendita al dettaglio negli Stati Uniti, attualmente è in fase di ristrutturazione. Un'altra galleria è la Galleria Vittorio Emanuele II a Milano in Italia fu costruita dal 1864 e 1878 ed è tutt'ora chiamata anche come il "salotto di Milano". Altre grandi città crearono gallerie e centri commerciali nel tardo 19° secolo e inizio del 20° secolo, tra cui Cleverand Arcade nell'Ohio, Dayton Arcade nell'Ohio e Moscow's GUM aperto nel 1890.

Uno dei primi centri commerciali al coperto, che è simile al centro commerciale moderno, è il Lake View Store, al Morgan Park nel Duluth in Minnesota nel 1916, strutturato su due piani con un seminterrato pieno dove i negozi erano originariamente disposti su tre livelli.

Finora la maggior parte sono stati costruiti i centri commerciali nelle città e nei centri urbani, così come i luoghi del vecchio mercato sono stati costruiti nel centro di villaggi e città; questo era basato sul buon senso perché i

centri commerciali hanno dovuto essere accessibili ad un vasto pubblico al fine di beneficiare del pubblico ed essere commercialmente valide.

Tuttavia, nella metà del 20° secolo ci fu un aumento della mobilità. Città sparse in periferia e automobili diventano sempre più accessibili al pubblico con la conseguenza di costruzione di centri commerciali fuori dalle città, collocandoli al di fuori dei centri cittadini con posti auto a disposizione. L'automobile ha reso possibile per gli individui e le famiglie di viaggiare velocemente, creando un nuovo stile di centri commerciali.

Il primo progetto di centro commerciale pensato per l'automobile è il Market Square, nel sobborgo di Chicago Lake Forest nell'Illinois, un centro commerciale con 28 negozi, uffici e appartamenti; infatti secondo Richard Longstreth: "l'automobile è stata un fattore centrale in questa pianificazione del complesso. Market Square è forse il primo quartiere degli affari ad essere disposto per accogliere i veicoli a motore". L'altro centro commerciale costruito pensando per l'automobilista è il Country Club Plaza, nel Kansas City, nel Missouri nel 1922; questo quartiere dello shopping lontano dal centro è stato creato da Jesse Clyde Nicholos, costruito come il quartiere degli affari di un grande sviluppo residenziale, caratterizzato dall'architettura unificata, con i parcheggi pavimentata e illuminata ed era gestito come una singola società.

Nella seconda metà del 1920 le automobili hanno iniziato a circolare sempre con maggiore frequenza intasando il quartiere generale degli affari delle grandi città. Venne costruito nel 1928 il primo centro commerciale con il parcheggio integrato nel design, il Grandview Avenue Shopping Center, nel Grandview Heights, nell'Ohio, con 30 negozi e 400 posti auto diventando il prototipo di centri commerciali per diversi decenni.

Altri centri commerciali importanti costruiti negli anni '30 sono l'Highland Park Village, a Dallas nel Texas, adiacente ad una zona residenziale con i negozi rivolti verso un parcheggio interno; il Park and Shop a Washington D.C., primo importante centro commerciale nella zona di Washington D.C.; il River Oaks Shopping Center a Houston in Texas.

1.3 L'evoluzione

La nuova generazione di centri commerciali viene dall'idea dell'architetto austriaco Victor Gruen, ebreo immigrato a New York nel 1938. Il Northland Shopping Center, a Southfield nella periferia di Detroit nel Michigan, è stato creato con un "cluster layout" con un grande magazzino singolo al centro, la catena commerciale J.L. Hudson, e un anello di negozi intorno ad esso, il parcheggio completamente circondato al centro commerciale.

Sempre dall'architetto Victor Gruen nasce l'idea del centro commerciale completamente chiuso nel 1956, il Southdale Center, nel Edina nel Minnesota, questo complesso il primo ad essere completamente chiuso ed avere aria condizionata centralizzata e riscaldamento. È stato ancorato a due grandi magazzini, tutti disposti in due livelli di progettazione intorno ad una corte centrale illuminata. Victor si era ispirato al design della Galleria Vittorio Emanuele II a Milano. Fino ad allora i centri commerciali erano concepiti in maniera tradizionale con le vetrine e i negozi che si affacciavano sia verso il parcheggio che sui percorsi pedonali interi; il Southdale Center era profondamente diverso con il centro commerciale che presentava pareti cieche e tutti gli spazi e le attività commerciali erano concentrate all'interno della struttura.

Riferimenti bibliografici

Bibliografia

Andrew Jackson Downing from Frederick Law Olmstead site.

Andrew Jackson Downing from Fine Gardening.

Baltimore Streetcar Museum has picture of car 1050 in service 1898 to Roland Park.

Cherry Creek suburb and Cherry Creek Mall in Denver, Colorado

Cohen, Nancy E. *America's Marketplace: The History of Shopping Centers*. New York: Greenwich Publishing Group, 2003. "Author Nancy E. Cohen interviewed more than 50 pioneers, executives and influential leaders in the shopping center industry. This new publication is a joint effort by ICSC and The Greenwich Publishing Group. This hardcover coffee table book spans 160 pages and is illustrated cover to cover with colorful photographs." Online chapter from ICSC.

Consiglio nazionale dei centri commerciali

Dead Malls from Peter Blackbird and Brian Florence

Digital Past Project includes Market Place photos from Lake Forest Library collection

Drivein Theatre includes history with charts; Drive-in Movie Memories includes video clips from the documentary and pictures from each state; DriveinMovie.com is a focalpoint guide to drive-ins in each state

Farrell, James J. *One Nation Under Goods: Malls and the Seductions of American Shopping*. Washington DC: Smithsonian Books, 2003. 329 p.

Hall, Peter Geoffrey and Colin Ward. *Sociable Cities: the Legacy of Ebenezer Howard*. Chichester, West Sussex, England ; New York : J. Wiley, 1998.

Hardwick, M. Jeffrey. *Mall Maker: Victor Gruen, Architect of an American Dream*. Philadelphia : University of Pennsylvania, 2004. 276 p.

Harrison, Molly. *People and Shopping: a Social Background*. Totowa, New Jersey: Rowman and Littlefield, 1975.

International Council of Shopping Centers (ICSC). *A Brief History of Shopping Centers*. June 2000.

Hartwick, M. Jeffrey. 2004. *Mall Maker: Victor Gruen, Architect of an American Dream*. University of Pennsylvania Press

Hine, Thomas. *I Want That!: How We All Became Shoppers*. New York : HarperCollins, 2002. 222 p.

Klaffke, Pamela. *Spree: a Cultural History of Shopping*. Vancouver, B.C. : Arsenal Pulp Press, 2003. 231 p.

Kowinski, William S. *The Malling of America: an inside look at the great consumer*

paradise. New York: Morrow, 1985. 415 p. Subject: Shopping malls -- United States. CL Book Stacks 381.10973 K75m.

Letchworth, the first Garden City built 1905 based on the ideas of Ebenezer Howard.

Longstreth, Richard W. *City Center to Regional Mall: architecture, the automobile, and retailing in Los Angeles, 1920-1950*. Cambridge, Mass. : MIT Press, 1997. 504 p. CL Book Stacks 381.10979494 L857c 1997.

Lukas, Paul. "Our Malls, Ourselves," *Fortune* 150, October 18, 2004.

Macfadyen, Dugald. *Sir Ebenezer Howard and the Town Planning Movement*. Cambridge: M.I.T. Press, 1970.

"Mall is awesome no more," *Chicago Sun-Times*, March 21, 1999.

"Mecca for Suburbanites, A" *US News*, Dec. 27, 1999.

National Register of Historic Places

Ngo-Viet, Nam Son. 2002. *The Integration of the Suburban Shopping Center with its Surroundings: Redmond Town Center*. University of Washington. Retrieved May 23, 2007.

Northgate Shopping Mall from Seattle HistoryLink

Pocock, Emil. Shopping Mall Studies. American Studies at Eastern Connecticut State University. (October 1, 2005)

Roland Park History

Rouse Company history and Columbia MD

Underhill, Paco. *The Call of the Mall*. New York : Simon & Schuster, 2004. 227 p.

Victor Gruen, UNHCR (United Nations High Commissioner for Refugees) Gallery of Refugees.

Virtual Greenbelt from the American Studies program at the University of Maryland-College Park

Wayne, Gary. The Sherman Oaks Galleria. 2002

Westfield corporate history (chapters in PDF)

Zepp, Ira G. *The New Religious Image of Urban America: the Shopping Mall as Ceremonial Center*. Niwot, CO: University Press of Colorado, 1997. 212 p.

Parte prima

Capitolo 1 – GDO ed il complesso strategico dei Centri Commerciali

Le catene commerciali

Elemento distintivo della Grande Distribuzione Organizzata (GDO) è l'esercizio mediante "catene commerciali" di più punti vendita non di rado espressione di un unico marchio, attorno al quale vengono dispiegate le strategie promozionali. Al livello centrale di una singola catena commerciale sono sviluppate le politiche commerciali (campagne d'offerta su singoli prodotti, sviluppo dei marchi "privati" commerciali) e relative campagne pubblicitarie. Sono altresì tipicamente gestite a livello centrale le politiche di approvvigionamento, cioè la scelta dei fornitori e la gestione degli acquisti, con le connesse politiche di pricing. Sotto il profilo della gestione del singolo punto vendita, possono invece essere introdotte distinzioni tra:

- Grande Distribuzione in senso stretto, in cui imprese di dimensioni assolutamente rilevanti (anche a livello internazionale) gestiscono direttamente i centri di vendita, i quali si configurano quindi come "subsidiary" di un'unica entità economica;
- Distribuzione Organizzata in senso stretto, in cui operatori commerciali indipendenti che hanno la piena gestione del centro vendita decidono di mettere a fattore comune alcune funzioni aziendali. Vengono così centralizzati gli acquisti, con l'obiettivo primario di aumentare il potere contrattuale nei confronti dei fornitori, e alcune funzioni strategiche quali l'insegna standardizzata, l'attività promozionale, i prodotti a marchio "privato".

La struttura "a rete", classica di questo tipo di attività ha comunque rivelato nel tempo alcuni punti deboli nel rapporto con i fornitori. Sovente infatti si verificano casi di "sovrapposizione negoziale" a causa della crescita dimensionale (e di conseguenza contrattuale ed economica) di singoli membri appartenenti allo stesso gruppo che non tardano a reclamare maggiore indipendenza dalla struttura centrale, anche per le problematiche di carattere strategico e di governance. I rapporti commerciali e le condizioni economiche che si riescono a ottenere presentano un'importanza centrale per l'equilibrio economico dell'unità commerciale. Inoltre, non va sottovalutata l'eterogeneità dei format di vendita che spesso caratterizza la Distribuzione Organizzata, con penalizzazione della capacità di controllo e di coordinamento unitario da parte della struttura centrale (amplius: La Grande Distribuzione Organizzata, Banco Popolare, Gruppo Bancario 2009).

Obiettivo

Nel presente lavoro intendiamo condurre un'esplorazione sui processi di analisi fondamentale, del complesso strategico dei centri commerciali, sui criteri di stima del valore e del grado di convenienza che le attività dei centri generano a livello di settore e collettivo, discutendo dunque, in termini di capacità di sviluppo micro e macroeconomico nel quadro dei bisogni del territorio, in una visione complessiva dove anche il concetto di mercato richiede di essere rivisitato non potendo questo a nostro avviso, in una moderna chiave di lettura, prescindere dalla produzione di utilità sociale. Al riguardo va subito detto che l'azione della Grande Distribuzione Organizzata e delle similari attività influisce radicalmente e velocemente sull'assetto urbano e sociale delle città (abbiamo constatato di recente nel nostro Paese una crescita intensa, e talora un affollamento di centri commerciali, supermercati, ipermercati, grandi magazzini, discount, ecc. nel mentre si sono ridotti ed hanno chiuso non pochi esercizi di vicinato, importanti per la vita sociale e di relazione nei centri cittadini). Invero in termini negoziali occorre considerare l'insieme dei vantaggi e l'insieme degli svantaggi conseguenti

alla presenza dei centri commerciali ed alla loro diffusione.

Il negoziato economico, proprio se condotto secondo le leggi del mercato e non su altre basi non può non valutare il rischio del possibile degrado urbanistico delle città, la perdita di valore dei centri storici, il disagio procurato dalla rarefazione dei negozi di vicinato (necessari per gli acquisti da parte di talune fasce sociali), ecc. generati dalla diffusione dei centri commerciali. Ciò significa che la “causa economica” la quale suppone la validità della legge della domanda e dell’offerta e che è presente quando si debba accettare o respingere l’inserimento di un nuovo centro commerciale deve abbracciare le molte componenti coinvolte configurando un processo che richiede una risposta alla seguente domanda: la scelta di introdurre quel centro commerciale si caratterizza per un’utilità sociale? In una simile prospettiva emerge come l’economia di mercato necessiti di una visione complessiva del sistema dove il concetto di mercato possa essere riconsiderato ed esteso. Tale analisi che esula dall’economia del presente lavoro sarà sommariamente evidenziata discutendo del concetto di valore economico totale (VET).

La GDO ha oggi raggiunto in Italia una buona maturazione: si è passati dai primi spontanei tentativi consistenti nel riprodurre modelli di successo stranieri ad un sistema organizzativo sufficientemente coerente che garantisce nuovi ingressi con crescenti standard qualitativi. Sono purtroppo carenti le statistiche specifiche sulla GDO. Queste provengono prevalentemente da fonti non ufficiali e in particolare da aree settoriali. L’Osservatorio nazionale del commercio presso il competente Ministero dell’Economia tiene rilevazioni sulla struttura della GDO in Italia, ma con una copertura ancora insoddisfacente.

Nella realtà nazionale, il numero di imprese della GDO è piuttosto contenuto (rispetto all’ampiezza del Commercio al Dettaglio) e si osserva un’elevata concentrazione sul lato dell’offerta. Sulla base dei dati raccolti dalle imprese che depositano i bilanci in Italia un insieme di meno di quaranta imprese è in grado di rappresentare oltre il 65% del giro

d'affari della GDO. L'indicatore primario della struttura dell'offerta, specifico della Grande Distribuzione Organizzata, è costituito, più che dal numero imprese, dalla statistica dei punti vendita. Questa mappatura è generalmente proposta per principali categorie di esercizi commerciali; per la distribuzione alimentare, la superficie di vendita è il parametro principale di classificazione.

A livello nazionale la crescita degli ultimi anni del n° dei punti vendita esprime uno sviluppo vivace. Sul piano strutturale degli assetti di mercato sul lato dell'offerta, utili indicazioni possono essere tratte dal giro d'affari aggregato delle imprese della GDO. Queste singole aziende sono riconducibili a gruppi commerciali, alcuni dei quali a matrice estera e di dimensione rilevante su scala continentale e, in qualche caso, globale. Va però sottolineato in merito alla competizione internazionale che mancano grandi imprese italiane della distribuzione che siano presenti in misura rilevante sui mercati esteri.

Le professionalità

Oltre all'evoluzione dei format infrastrutturali e commerciali parallelamente si sono sviluppate le molteplici professionalità che ruotano attorno al prodotto-servizio del complesso strategico del centro commerciale: si tratta di promotori dell'iniziativa, investitori/fondatori, property e facility manager, imprese di costruzione, urbanisti, architetti, impiantisti, consulenti finanziari, commerciali, tecnici e legali, broker e valutatori, agenzie di comunicazione e marketing, animatori e mediatori culturali, arredatori ed allestitori, imprese di sicurezza e pulizia, manutentori, e tanti altri ancora. In particolare si sono sviluppate società di promozione e consulenza immobiliare che nel giro di pochi anni hanno assunto una dinamica che travalica l'ambito economico e si impone oggi nel nostro Paese tra i più significativi trend sociali e di costume.

La crescita dell'occupazione

Il sistema in discorso attualmente in Italia dà occupazione a circa 325.000 addetti con una quota di mercato che supera di circa il 30% quella del commercio al dettaglio

Il rapporto con le città

Negli anni della crisi economica il fenomeno della GDO emerge tra quelli capaci di sviluppare un'importante integrazione socioeconomica a livello europeo ed internazionale soddisfacendo - sia pure in modo non di rado contraddittorio - non poche esigenze delle fasce popolari e del ceto medio insieme alla manifestazione di un crescente interesse e partecipazione dei ceti più abbienti. Si impone all'attenzione degli osservatori e dei responsabili della vita economica e sociale soprattutto per il livello di rispondenza della popolazione agli impulsi offerti e la capacità di risultare complementare ai processi di organizzazione e di approvvigionamento periodico degli attuali sistemi familiari.

In tutte le regioni italiane la dimensione del fenomeno richiama interventi di programmazione strategica del territorio e di gestione dei bisogni della società civile. Occorre analizzare gli elementi rilevanti, sia di ordine economico, sia di crescita e dialogo culturale e di coesione sociale (dunque le varie problematiche qualitative e quantitative concernenti l'impatto sul territorio della GDO ed i rapporti fra questa e il commercio di vicinato).

Si è di fronte comunque ad un fenomeno complesso che coinvolge soggetti portatori di istanze diverse. Di recente ha assunto un peso decisivo l'impatto socioeconomico della GDO sull'organizzazione urbanistica del nostro Paese denso di realtà cittadine e comunali. Seppure oggi perda significato il limite tra città e campagna occorre usare le risorse presenti in modo da non sacrificare la qualità della vita delle prossime generazioni. Di qui la pianificazione territoriale, la progettazione ambientale e quella delle infrastrutture e dei trasporti che sono al centro dei nuovi progetti urbani a tutte le scale. Compito dell'urbanistica moderna è inserire le singole parti che compongono la città all'interno di relazioni che appartengono al contesto più ampio, a valutazioni di fattibilità e materialità, alla storia che ha determinato il territorio attuale, alla ricadute nei processi di coesione e riproduzione sociale, alle regole

costitutive della forma della città.

E ciò nonostante che i modi di vivere della città stiano cambiando ed, evolvendosi velocemente rispetto al passato, non siano più legati solo a distanze spaziali ma soprattutto temporali, in quanto luoghi spazialmente lontani tra loro, possono essere grazie alla presenza ed efficienza di infrastrutture di trasporto, raggiungibili più velocemente di luoghi più vicini.

Le reti di città

La vita delle popolazioni, oggi sempre più spesso, si svolge in “reti di città”.

È così che, grazie al miglioramento delle reti, ci spostiamo tra luoghi spazialmente distanti ma ormai vicini (come distanza temporale) dove anche la GDO adempie ad un ruolo. Quale metodologia preliminare di approccio al piano per la grande distribuzione in un Paese come l'Italia, e cioè in un territorio dove domina l'organizzazione per Comuni, l'unico modo per assumere decisioni fondate è ravvisabile nella costruzione di una politica del commercio collegata direttamente, come si è detto, con la programmazione urbanistica. Anzi è l'urbanistica che dovrebbe dettare i principi della programmazione commerciale. Noi suggeriamo di ripartire dalle esigenze di vita delle città. Il futuro della GDO sta nell'operare in sinergia con le Regioni ed i Comuni per fugare il timore del permanere di una condizione che vede i centri commerciali quale soggetto forte ed emergente e soccombenti i piccoli esercizi, in specie, quelli “non alimentari”, che finora hanno difeso gli spazi posseduti nei centri cittadini. Si sta facendo strada la convinzione che se le Regioni e gli altri enti locali non dovessero intervenire, in modo vigile, per assicurare le esigenze (economiche, culturali, sociali, ecc.) delle città (con norme che controllassero l'espansione della GDO) si assisterebbe, in molte aree regionali, da un lato al decadimento dei centri urbani e dall'altro alla congestione degli assi di comunicazione extra urbani. Appare poi indispensabile che nei futuri piani regionali si cerchi di tenere conto delle

**L'Italia
dei
Comuni**

esigenze delle strutture commerciali medie (150/500 mq) e piccole (fino a 150 mq) col fine di equilibrare, nell'insieme, il peso degli esercizi commerciali "di vicinato" sia che questi gravitino nei centri storici sia che si collochino nella cintura urbana. Tali suggerimenti suppongono, peraltro, un ruolo forte dei Comuni. Sono, infatti, questi che debbono farsi carico di progettare e costruire il layout delle città.

Ma non è questa, in fondo, la direzione che il nostro ordinamento statutale prevede al fine di valorizzare l'Italia dei Comuni? Le Regioni stanno via via assumendo il ruolo di Grandi Finanziarie, mentre è alla responsabilità degli enti locali più prossimi al cittadino ed in particolare a quella dei Comuni che spettano le scelte operative concernenti l'organizzazione delle città (centri storici e periferie). In non poche di queste lo svuotamento dei centri urbani può indebolire la qualità dei servizi e la rete esistente di rapporti sociali e di relazione.

Si dovrebbe sempre affidare ai Comuni la valorizzazione dei centri storici e far sì che questi predisponessero progetti di utilizzazione delle aree urbane, al fine di mantenere, rivitalizzare e incentivare lo sviluppo delle reti commerciali, in un'ottica coerente con il recupero e adeguamento di edifici, strutture e siti, la tutela e valorizzazione del patrimonio culturale e storico-architettonico, il sostegno a insediamenti commerciali, artigianali e dei servizi delle PMI, promozione del marketing territoriale, tutela a valorizzazione dei locali storici e implementazione dell'offerta turistica.

Se è vero che si tratta di un'assunzione di responsabilità "difficile" in quanto richiede risorse adeguate, processi competenti e mirati, è parimenti certo che non esiste altro percorso possibile.

A tutto ciò deve accompagnarsi un richiamo alla responsabilità dei vertici delle imprese commerciali, soprattutto di quelle della GDO, che al pari delle più grandi e influenti imprese industriali governano ormai

Il ruolo degli enti locali

filieri di produzione e distribuzione, collocandosi “nella posizione del più forte”, la qual cosa dovrebbe accompagnarsi al ruolo del “ più responsabile”.

Proprio in quanto il settore della distribuzione rappresenta un ambiente emergente e caratterizzato sinora da altissimo tasso di sviluppo, occorre che gli enti locali da un lato e le imprese commerciali dall'altro ne colgano le specificità e contribuiscano al dibattito sulla responsabilità di comportamenti e sugli esiti delle decisioni d'investimento in un'ottica di lungo periodo.

Va evidenziato il processo di trasformazione economico, sociale e culturale delle città e degli stili di vita dei consumatori, fenomeni che incidono notevolmente sull'economia locale e sulla natura dell'indotto che ruota attorno ai centri commerciali. Inoltre partendo da un'analisi storica dei Centri Commerciali Naturali, che rappresentano un sistema di esercizi coordinati e integrati fra loro da una politica comune di sviluppo e di promozione del territorio, e da una rete commerciale fatta da attività inserite su una stessa area, va costruito un focus sul marketing urbano soffermandosi sul modello organizzativo del centro storico: Town center management; e infine sviluppando un confronto fra i diversi modelli distributivi. Il punto di vista adottato è perciò quello della collettività, ovvero della Pubblica Amministrazione che deve tutelare gli interessi generali regolando i mercati. Regioni e Comuni sono oggi chiamati a gestire e regolare un sistema complesso di interessi collettivi spesso contrastanti e di natura diversa connessi ai processi della GDO. Se le formule distributive del commercio tradizionale, pur rappresentando nel loro insieme un problema di natura urbanistica, non comportano singolarmente casi in grado di influenzare gli equilibri economici e territoriali, le moderne grandi unità di vendita al dettaglio, invece, hanno ormai raggiunto dimensioni tali per cui le scelte relative a ogni singolo impianto richiedono una seria ponderazione, dal punto di vista sia di chi sviluppa il punto vendita, l'impresa, sia di chi amministra il territorio,

ovvero la Pubblica Amministrazione. In mancanza di strumenti di valutazione trasparenti, diffusi e condivisi tutto ciò comporta principalmente due rischi. Il primo può essere definito "rischio di impasse" e consiste in comportamenti di blocco del processo decisionale da parte dell'Amministrazione Pubblica (sia sul piano delle autorizzazioni alla vendita, sia su quello delle autorizzazioni urbanistiche ed edilizie), che oltre a penalizzare le imprese proponenti, tendono a penalizzare i consumatori privandoli di una opportunità in termini di incremento dell'offerta di servizi; il secondo rischio, è quello della strumentalizzazione dei vari aspetti della valutazione dell'impatto territoriale al fine di bloccare o di promuovere specifiche realizzazioni.

L'analisi fondamentale

Nel prosieguo supponendo noti i caratteri dei processi di finanziamento e di investimento che caratterizzano l'avvio del complesso strategico dei centri commerciali, ci soffermeremo, alla luce dello sviluppo degli stessi, sui processi di analisi fondamentale e di valutazione degli stessi, fondati sull'uso della cash flow analysis e sul discounted cash flow model.

L'analisi fondamentale, nel caso trattato, dovrà tener conto del raccordo tra valore dei centri commerciali e costi/benefici prodotti nella comunità in cui i centri operano, con ciò determinando l'esigenza che la stima del valore dei centri sia riferita non solo al gruppo imprenditoriale ma anche al contesto economico più vasto in cui i centri sono inseriti.

Verso i parchi commerciali

Ribadiamo che gli scenari attuali attribuiscono al mondo dei centri commerciali un ruolo rilevante per la costruzione di una nuova organizzazione dei sistemi di vita (stili esistenziali, nuovi criteri di acquisizione dei beni di consumo da parte delle famiglie, raccordo tra consumi e investimento, differente uso del tempo libero, sviluppo di mini imprese ed attività artigianali e della piccola industria favorite dalla presenza di un'offerta senza precedenti di componenti della produzione,

ed anche tipiche di un'economia ampiamente smaterializzata, differente uso del tempo libero per la diffusione dell'apertura continua dei locali, nuove tipologie di cultura individuate a latere e funzionali al nuovo sistema.

Il complesso strategico dei centri commerciali specie a presenza multipla di rapporti ed interessi non di rado si configurano come aggregazioni di imprese articolate sul piano territoriale e sul piano funzionale, aventi l'obiettivo di accrescere lo sviluppo delle aree e dei settori di riferimento, di migliorare l'efficienza nell'organizzazione e nella produzione, secondo i principi di sussidiarietà verticale ed orizzontale, anche individuando modalità di collaborazione con le associazioni imprenditoriali.

E' da auspicare che si giunga all'integrazione verticale e orizzontale tra i soggetti partecipanti ai centri commerciali, facendo leva sulla collaborazione delle unità economiche, commerciali e di ricerca presenti sul territorio, accomunate da un'unica sorte dal punto di vista delle leggi della domanda e dell'offerta di prodotti e servizi. Un'evoluzione territoriale di eccellenza andrebbe a prefigurare la creazione di veri e propri parchi commerciali innovativi, aventi struttura di campus con

- diffusione di nuove forme di marketing
- strutture e strumenti finanziari per l'innovazione e lo sviluppo delle piccole imprese;
- applicazione delle nuove tecnologie;
- sviluppo della cultura
- investimenti da parte delle piccole imprese innovative.

**Auspici
evoluzione**

di

Nel caso in cui i nuovi strumenti di politica economica, fiscale e finanziaria concernenti i centri commerciali avessero successo, si potrebbe

oggettivamente parlare di un sistema organico del fenomeno e stabilire in che misura questo sarebbe effettivamente un anello del sistema idoneo a fondere aspetti esistenziali con processi di creazione, distribuzione e trasferimento di conoscenze.

Tutti i protagonisti dello sviluppo economico del sistema (ivi compresi i gruppi bancari ed assicurativi) dovrebbero in questa chiave di lettura individuare nuovi terreni di azione congiunta, attuando un coordinamento delle iniziative strategiche per favorire l'acquisizione di capitali nazionali e comunitari e la realizzazione di forme idonee d'investimento.

Nella presente ricerca, tuttavia, si prescindereà dalla prospettazione di una tale nuova visione e si considererà per complesso strategico del centro commerciale un sistema locale formato sia da imprese variamente specializzate, immobiliari, commerciali, di servizi, artigiane, di consulenza immobiliare, di servizi, di marketing ecc., i quali partecipano alla medesima filiera produttiva o a filiere collegate, sia da attori istituzionali che svolgono attività al servizio delle imprese, individuando le priorità volte al rafforzamento della competitività delle medesime.

**Migliorare
l'informazione e
la collaborazione a
livello di territorio**

Rientra tra gli scopi della ricerca segnalare che l'insieme del complesso strategico dei centri commerciali esistenti in Italia dovrà in prosieguo strutturarsi quale sistema coordinato caratterizzato da comuni esigenze di analisi fondamentale, di efficienza valutativa e di strumentazioni di financial and risk management.

Tale sistema dovrà in futuro costituirsi in rete organica sia per ragioni di efficienza ed efficacia sia al fine di consentire un quadro di riferimento più preciso sul piano amministrativo e del controllo istituzionale.

**La
compartecipazione
locale ai tributi**

E c'è ancora dell'altro. Emerge, in particolare, una non rinviabile questione fiscale dipendente dalle modalità con cui le Regioni fruiscono del processo di ripartizione dei tributi erariali.

Sussiste un interesse dell'economia locale alle modalità con cui le

imprese della GDO, che non abbiano la sede legale nel territorio regionale, soddisfano i loro obblighi fiscali.

Lo Stato ha fatto proprio il principio che le Regioni vengano a fruire direttamente di tributi propri, riferibili al loro territorio, rendendo possibile l'alimentazione da parte dell'azione di governo regionale di nuovi servizi come pure di migliorare la qualità di quelli già esistenti sul territorio.

E' ovvio che tale condizione conduca a distinguere le imprese c.d. mono impianto (che versano nel territorio regionale, da quelle multi impianto che versano in genere altrove). In diversi casi l'economia locale viene impoverita dal mancato introito di quella parte delle imposte che sono dalle imprese dichiarate nei luoghi in cui le stesse hanno la sede legale nonostante il reddito si sia formato altrove. Ove domini il principio del c. d. "riscosso". le perdite erariali d'una regione in cui il complesso strategico dei centri commerciali sono insediati rischiano talora di tradursi in benefici per altre realtà regionali dove avvengono i versamenti erariali delle imprese in specie

La perdita di gettito per alcune comunità regionali può essere ingente (si pensi ai mancati introiti dell'IVA che proviene direttamente dal consumatore finale, come quello dei centri commerciali). Su ciò occorrerebbe fare chiarezza e se del caso introdurre delle forme di compensazione. Ma queste implicano un rapporto attivo con la politica dei piani economici nazionali e fiscale ed anche tra enti locali (prima di tutto la Regione ed il Comune) ed i gruppi della GDO.

Riferimenti bibliografici

Bibliografia

BANCA D'ITALIA, *L'economia del Friuli Venezia Giulia nel 2006*, Banca d'Italia – Eurosystem, Trieste 2007.

BOTTINI F. (a cura di), *Rapporto sui centri commerciali regionali "zone grigie"* (lavoro originale: PriceWaterhouseCooper Global Strategic Real Estate Research Group, *Greyfield Regional Mall Study*, 2001) <http://eddyburg.it/article/articleview/1382/0/165/>, 2004.

CCIAA MASSA CARRARA, *Per una programmazione equilibrata della rete distributiva*, gennaio 2005.

CENSIS, *Il sistema distributivo: potenziale motore della ripresa* in "Note & commenti", numero 7/8, luglio-agosto 2004.

CHILTON K. M., *Greyfields: The New Horizon for Infill and Higher Density Regeneration*, Southeast Regional Environmental Finance Center, EPA Region 4, University of Louisville, 2005.

CIARAMELLA A., Centri Commerciali: il successo dipende dalla qualità, in *EIRE – Expo Italia Real Estate*, 3a edizione, Fieramilano 22 – 25 maggio 2007, pp. 20 – 22.

COCA-STEFANIAK A., HALLSWORTH A.G., PARKER C., BAINBRIDGE S., YUSTE R., Decline in the British small shop independent retail sector: exploring European parallels, *Journal of Retailing and Consumer Services* 12 (2005) 357–371.

DEPARTMENT OF ENVIRONMENT, *Planning Policy Guidance: Town Centres and Retail Developments*, London, June 1996.

GREATER LONDON AUTHORITY., *Retail in London: Working Paper J - The impact of planning on competition and productivity*, Greater London Authority, London, April 2006.

GREATER LONDON AUTHORITY., *Working Paper 17: Why distance doesn't die: Agglomeration and its benefits*, Greater London Authority, London, June 2006.

IRER, *Impatto della grande distribuzione sulla piccola e media: verifiche sul campo. Rapporto finale*, IRER – Istituto Regionale di Ricerca, Milano, maggio 2006.

JONES LANG LASALLE, *Bollettino degli investimenti Retail in Italia – Primo semestre 2006*, Jones Lang Lasalle, EMEA, novembre 2006.

JONES LANG LASALLE, *Shopping Centre Development – The Boom Goes On*, Jones Lang Lasalle, EMEA 2007.

REMI - REGIONAL ECONOMIC MODELS INC., *Economic Impact of Shopping Center Development. Final Report*, prepared for ISCS International Council of Shopping Centres by REMI Consulting Inc, Amherst, MA, October 2006.

UNIONCAMERE, *La responsabilità sociale delle imprese e gli orientamenti dei consumatori*, Centro Studi Unioncamere, 2005.

UNIONCAMERE, *Rapporto sulle vendite al dettaglio 2005*, Centro Studi Unioncamere, Maggio 2006.

WICKER C., *Recent Trends in the European Shopping Centre Industry*, ICSC European Research Seminar, Praga, 2006.

Focus 2 – Figure professionali dei centri commerciali come complesso strategico

I principali attori che ruotano attorno al modello distributivo del centro commerciale sono quelle figure professionali che lavorando in sinergia fra loro fanno sì che funzioni perfettamente l'intera filiera del centro commerciale. Il Consiglio Nazionale dei Centri Commerciali ha individuato queste tipologie di figure professionali definendole come:

2.1 Promotore/i o developer

“I soggetti che realizzano l'insediamento, valutano gli studi di fattibilità, l'operazione nel suo complesso, il rischio correlato all'aspettativa del R.O.I. e quindi si impegnano, provvedendo a proprio rischio, alle risorse necessarie affidando l'appalto delle susseguenti operazioni.

Il promotore può configurarsi come una figura spuria per cui il promotore è anche il proprietario del terreno o lo stesso realizzatore del centro commerciale o la grande superficie al dettaglio con funzione di ancora che assurge quale ideatore del centro commerciale”.

2.2 Proprietario/i

“Possono configurarsi in questa categoria diversi soggetti: il proprietario del terreno che può essere soggetto autonomo o anche assumere la funzione di promotore; le grandi superfici despecializzate (ipermercato, supermercato, grande magazzino o simile) od anche le grandi superfici specializzate, attualmente in Italia in misura marginale. In alcuni Centri si ritrova ancora una proprietà parcellizzata fra gli operatori localizzati nella Galleria (Condominio). In questo caso la numerosità dei proprietari, se non obbligatoriamente membri del Consorzio e/o Associazione, rischia di snaturare le caratteristiche stesse del Centro

commerciale”.

2.3 Investitori o Società di Investimento

“Generalmente rappresentate dagli investitori istituzionali (compagnie di assicurazioni, fondi di investimento, società finanziarie, fondi pensione,...) che hanno quale obiettivo un R.O.I. continuativo sull’investimento effettuato derivante da un lato dal flusso delle locazioni e dall’altro dall’aumento del valore capitale. Gli obiettivi prefissati sono di regola a medio e lungo termine”.

2.4 Società di Commercializzazione

“Sono costituite da società ad hoc specializzate che offrono, su mandato del promotore/proprietario, tutte le prestazioni connesse alla commercializzazione degli spazi secondo il piano di merchandising mix prestabilito”.

2.5 Società di gestione

“Sono costituite da società ad hoc specializzate che offrono tutte le prestazioni collegate alla vita stessa del centro commerciale. Le società di gestione agiscono su mandato contrattuale nell’interesse dei diversi soggetti che interagiscono in un centro commerciale: proprietari, investitori, locatari, strutture associative. Oltre ad un’equipe di direzione del Centro dislocata in loco, le società di gestione dispongono di strutture di servizi centralizzate che apportano un supporto specializzato per le funzioni espletate”.

2.6 Società fornitrici di servizi

“Si tratta di tutte quelle società che forniscono prodotti e servizi necessari al funzionamento di un centro commerciale. In particolare i servizi erogati coprono le seguenti tipologie: sicurezza, pulizia ed asporto dei rifiuti, manutenzione degli spazi comuni e delle aree a verde, consulenze”.

2.7 Locatari/Affittuari

“Rappresentati generalmente dagli operatori commerciali e di servizi localizzati nella Galleria. Il regime contrattuale (locazione commerciale o contratto di affitto di azienda) è uno degli elementi essenziali per la flessibilità e adattabilità del centro commerciale alle esigenze del mercato”.

2.8 Consorzio o Associazione degli Operatori

“Sono strutture associative di primaria importanza che riuniscono gli operatori del Centro e giocano un ruolo fondamentale nel dare operatività ai programmi di promozione, comunicazione ed immagine del Centro stesso. Per raggiungere gli scopi ad essi connaturati la partecipazione al Consorzio e/o Associazione deve essere obbligatoria, così come la contribuzione al budget annuale”.

Parte seconda

Capitolo 2 – Il Valore Intrinseco Totale

Il complesso strategico dei centri commerciali e il Valore Intrinseco Totale

Alcuni settori imprenditoriali della nostra economia, nella misura in cui collaborano con la GDO dimostrano come sia possibile produrre ricchezza raccogliendo la capacità innovativa di più soggetti riuniti in un comune ambito produttivo con competenze e ruolo integrati, al fine di formare un mercato ad alto profilo ove i prezzi siano assai contenuti, con un richiamo di consumatori non solo di fascia minore ma anche di fascia medio alta. I consumatori sarebbero così attratti dalla reputazione del centro sia per la qualità dei prodotti, per il loro relativamente basso costo, per la straordinaria gamma dell'offerta variata nel tempo ma anche per la presenza di un novero non secondario di boutique, negozi di articoli di moda, artigianato, gioiellerie, intrattenimento, insieme a processi di fidelizzazione che gratificano la clientela.

L'evoluzione del complesso strategico dei centri commerciali verso tali aggregati complessi, multiformi, dove il mero beneficio economico si associa a percorsi virtuosi in termini di comunicazione, animazione culturale, valorizzazione dell'immagine, sviluppo della cultura, della cura alla persona, dell'uso del tempo libero talora con influssi orientati sui temi dell'arte e dell'educazione all'arte va giudicato positivamente. Ne deriva una crescita del c.d. Valore Economico Totale (VET) e cioè del valore riconosciuto negli studi di economia ambientale e sociale in quanto in grado di arricchire la qualità della vita presso le diverse comunità.

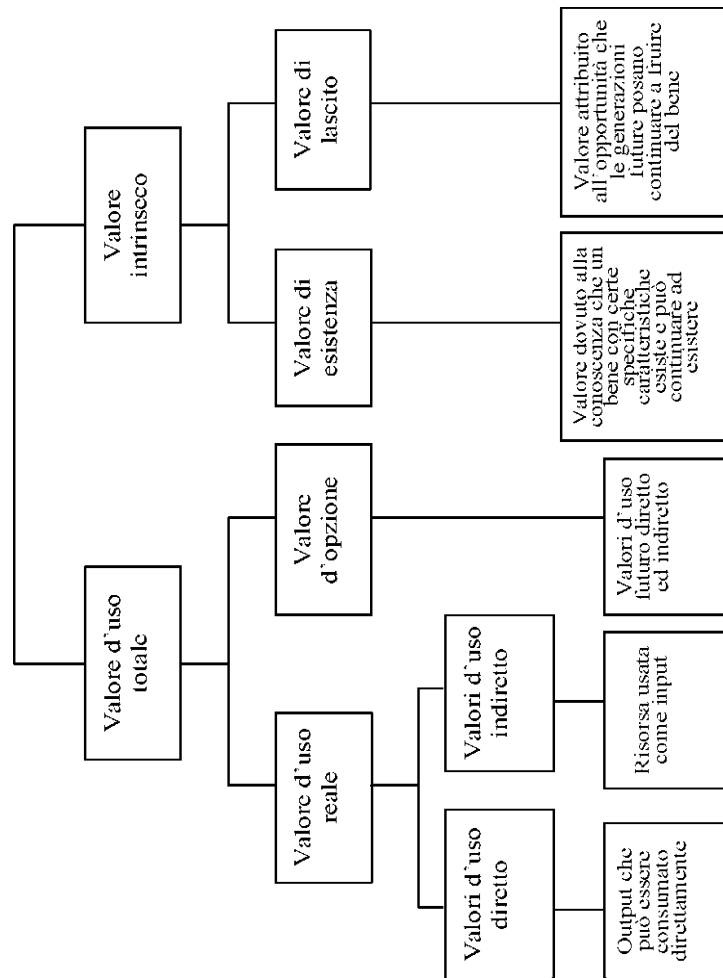
Valore Economico Totale

Il VET si compone di valore d'uso totale e valore intrinseco. L'aspetto tangibile, quantificabile della presenza di un centro commerciale complementare alle esigenze della comunità è rappresentato dal valore

d'uso totale che si scinde in:

a) valore d'uso reale, a sua volta articolato in:

- valore d'uso diretto: e cioè l'output che può essere consumato direttamente e si manifesta attraverso il valore generato dalle forme osservabili dei processi di fruizione culturale di massa (disponibilità dei prodotti tecnologicamente più



Fonte: Leopardi G., tecniche di valutazione, processi decisionali e analisi multicriteriali, www.ing.unic.it

- i valori "esternabili " generati a favore di settori, come quello turistico, che ricevono un' enfasi dall' interazione tra appropriate catene di centri commerciali;

b) valore d' opzione: e cioè il valore d' uso futuro, diretto ed indiretto: rappresentato dalla disponibilità a intervenire oggi per la conservazione di una certa risorsa e dunque per disporre, in futuro, delle opzioni circa l' uso di tale risorsa. E' il valore dipendente dalla possibilità di sostituzione ed aggiornamento tecnologico corrispondente al mantenimento di una data filiera, ad un dato marchio di fabbrica, ad un determinato design.

A ciò devesi aggiungere il valore di permanenza, per la trasmissione al futuro dell' esperienza facendo sì che le future generazioni possano continuare a fruire del sistema introdotto.

In tutti questi casi un fattore di criticità è rappresentato dalla valutazione dei benefici che non sono espressi da reali flussi finanziari. Il valore intrinseco, quindi, è la dimensione immateriale, il bene economico non quantificabile in unità monetarie che è consegnato alla comunità.

Il centro commerciale ha mostrato di essere capace di valorizzare le molteplici richieste di prodotti, spesso tecnologici, e molto richiesti, anche se talora di massa, grazie ad un magazzino ricchissimo e variato. Nel tempo ha dato vita a reti di consumatori offrendo nuove opportunità e fidelizzando ampie cerchie di clientela, con esigenze molteplici di consumi facendo leva sulle esigenze di risparmio delle famiglie.

Focus 3 - Format distributivi

3.1 Definizione

Il centro commerciale secondo la definizione fornita dal Consiglio Nazionale dei Centri Commerciali è quanto segue:

- “un complesso architettonicamente e funzionalmente omogeneo di attività commerciali, pianificato e realizzato da uno o più soggetti con criteri unitari, integrato con attività paracommerciali, di somministrazione di alimenti e bevande e di servizi, dotato comunque di spazi o di servizi comuni e che si avvale permanentemente di una gestione unitaria, funzionale alla generazione di sinergie determinanti un valore aggiunto rispetto alle singole unità che lo compongono”.

Un'altra definizione di centro commerciale viene riportato all'interno del d.lgs. n. 114 del 31 marzo 1998 che fra l'altro mette in evidenza il concetto di superficie di vendita:

- “è una media o grande struttura di vendita nella quale più esercizi commerciali sono inseriti in una struttura a destinazione specifica e usufruiscono di infrastrutture comuni e di spazi di servizio gestiti unitariamente”.

L'architettura dei prodotti commerciali può assumere diverse forme, le quali possono nascere e svilupparsi per poter contentare i particolari bisogni di servizi commerciali richiesti, che è la base della concorrenza commerciale.

Più precisamente il format può essere misurato ed identificato tramite i mq di esposizione e vendita dei prodotti, nonché il modello del punto di vendita, inteso come ideazione e sistema espositivo che coinvolge la dimensione estetico-architettonica, assumono un ruolo fondamentale nella caratterizzazione del modello distributivo, che questo modello distributivo può essere classificato principalmente per quanto riguarda la grandezza utilizzata della superficie espositiva e dello spazio di vendita; la scelta dei prodotti di vendita e la sua estensione; l'offerta dei servizi proposti come supporto alla vendita, ad esempio dalla ristorazione, all'intrattenimento, alla custodia dei bambini; il metodo come sono disposti ed organizzati gli spazi all'interno del punto vendita; la posizione geografica dov'è collocato sul territorio.

3.2 Classificazione

Un centro commerciale deve quindi presentare e soddisfare i seguenti requisiti:

- Minimo di GLA (Gross Leaseable Area) definito in funzione della tipologia del Centro;
- Criterio unitario di ideazione, sviluppo, concezione architettonica;
- Pluralità di insegne commerciali e/o servizi diversificati;
- Esistenza di superfici despecializzate o specializzate che funzionano da unità trainanti tali da assicurare forza di attrazione permanente;
- La struttura comprenda un parcheggio le cui caratteristiche siano rapportate alla tipologia, dimensione ed affluenza prevista;

- Composizione ed organizzazione di un'offerta commerciale e di servizi diversificati, stabilita a priori, in relazione al territorio di riferimento da un unico soggetto a cui può essere demandata la commercializzazione, il controllo sul merchandising mix ed il suo adeguamento nel tempo;
- Gestione unitaria espletata da un soggetto ad hoc, che garantisca tutte le prestazioni ed i servizi collegati alla gestione immobiliare, alla direzione del centro ed alla promozione continuativa dell'immagine della struttura commerciale;
- Presenza di un "Consorzio" o "Associazione" degli operatori presenti nel complesso e/o comunque di un soggetto che svolga un ruolo di interlocutore unico con la Pubblica Amministrazione ai fini autorizzativi.

Un ulteriore classificazione del modello distributivo viene suddiviso in base:

- Alla dimensione del centro commerciale:
 - o Centro commerciale di vicinato o di quartiere: GLA inferiore ai 5.000 mq;
 - o Centro commerciale di piccole dimensioni: GLA da 5.000 a 19.999 mq;
 - o Centro commerciale di medie dimensioni: GLA da 20.000 a 39.999 mq;
 - o Grande centro commerciale: da 40.000 a 79.999 mq;
 - o Centro commerciale regionale di area estesa: GLA oltre 80.000 mq.

- Alla localizzazione dov'è situato il Centro e la sua integrazione con l'area circostante consente di identificare tre distinte categorie:
 - o Urbana: rappresentata dalle aree centrali ad alta densità commerciale;
 - o Periferica: in zone semicentrali o al limite dell'area urbana, a densità commerciale limitata;
 - o Extraurbana: generalmente ha un'attrazione sovra comunale, in aree a densità commerciale bassa, ma ben servite da vie di comunicazione.

- Al loro tipo di utilizzo:
 - o Singolo: quando è inserito in un complesso immobiliare destinato unicamente a centro commerciale;
 - o Multiplo o complesso polifunzionale: quando inserito in un complesso immobiliare multifunzionale ad esempio residenziale, direzionale, a funzioni pubbliche, hotel, ecc.

Il concetto di centro commerciale com'era nato all'inizio nel tempo si è sviluppato e ha subito una notevole evoluzione, tant'è che nascono nuovi format distributivi al passo con i tempi e con le nuove esigenze, sempre più integrati nel tessuto sociale dove sono insediati. Nascono così i factory outlet, i parchi commerciali (retail park), i centri commerciali a tema.

Secondo la definizione del Consiglio Nazionale dei Centri Commerciali i factory outlet:

- “nascono come aggregazione di più punti vendita dei produttori dove poter smerciare rimanenze, resi, linee sperimentali, eccedenze di produzione della propria marca. Non sono da confondersi con i factory shops ovvero gli spazi aziendali. Si tratta infatti di complessi generalmente di ampie dimensioni (minimo 5.000 mq di GLA) caratterizzati da un mercato orientato dall’offerta commerciale. Ogni singolo aspetto è accuratamente studiato: dall’architettura, al mix merceologico, ai servizi resi. Sono generalmente localizzati in un’area extraurbana ben fornita da vie di comunicazione e si completano con parcheggi, ristorazioni, aree divertimenti. In alcune aree possono divenire veri e propri poli di attrazione a pieno titolo”.

Proseguendo con i nuovi format commerciali per parco commerciale, o retail park, s’intende usando sempre la definizione utilizzata dal CNCC:

- “un agglomerato commerciale aperto, ideato, progettato, costruito e gestito in modo unitario, dove la prevalenza degli esercizi commerciali è rappresentata principalmente da una pluralità di medie/grandi strutture con accesso diretto del pubblico dal parcheggio o da passaggi pedonali aperti”.

Le principali caratteristiche che distinguono questo modello distributivo sono:

- 5.000 mq di GLA quale minimo, anche come somma di più edifici;
- 3 o più medie/grandi strutture specializzate;
- Tutte le unità di vendita devono avere l'ingresso al pubblico verso il parcheggio e/o verso un ampio passaggio scoperto;
- L'esercizio commerciale di medie/grandi dimensioni può usufruire di un'ampia superficie di facciata all'ingresso al pubblico del punto vendita, rivolta verso il parcheggio, e comunque ben visibile;
- Tutte le unità di vendita devono essere dotate di aree carico/scarico adeguata e non configgente con i flussi del pubblico;
- Possono essere presenti negozi di vicinato ma in misura minoritaria rispetto alle medie/grandi strutture;
- Il parcheggio, adeguato per dimensione, deve essere in comune alle varie unità di vendita, o comunque deve essere agevole il passaggio pedonale fra le varie unità di vendita;
- La struttura architettonica può svilupparsi su uno o due piani purché il secondo piano abbia accesso diretto interno dagli stessi negozi al piano terra, oppure accesso da un parcheggio o passaggio pedonale aperto di adeguata dimensione posti al piano primo.

I centri commerciali non di ultima generazione si manifestano quali attrattori attorno a cui si vengono a realizzare nuove costruzioni adibite alla vendita, ad esempio grandi superfici specializzate, grandi magazzini, multisala, ecc., in questo modo soprattutto in occasione di ampliamenti e ristrutturazioni dei centri commerciali più datati nasce un nuovo modello distributivo, il concetto integrato di parco commerciale e centro commerciale. L'altro modello evolutivo è il centro commerciale a tema, usando la definizione del Consiglio Nazionale dei Centri Commerciali:

- "si tratta di particolari categorie di centri commerciali dedicate a specifici target di mercato. Attualmente sono nella quasi totalità legati al leisure. Le unità trainanti sono infatti costituite dai multiplex, dalle attività di entertainments dal fitness oltreché da un consistente numero di attività di ristorazione. Le attività commerciali così come i servizi extracommerciali vengono accuratamente selezionati affinché possano contribuire ad accrescere il valore aggiunto di attrazione".

I centri commerciali a tema sono complessi innovativi che hanno come obiettivo a soddisfare in un unico luogo diverse occasioni di svago e consumo.

Capitolo 3 – Inquadramento dell'economia di un centro commerciale

Inquadramento dell'economia di un centro commerciale

L'azione del complesso strategico del centro commerciale (e cioè dei suoi investitori/fondatori che ne detengono il capitale di comando, ne pianificano l'attività ed in particolare danno vita ai rapporti con i molteplici attori del centro) deve essere esaminata nel quadro del capitalismo moderno considerandone gli strumenti di gestione ed i criteri attuativi. Una volta verificate, in termini formali e sostanziali, le condizioni che giustificano l'attivazione del centro nell'interesse della comunità locale, e questo ormai inizia la sua operatività, una molteplicità di rapporti viene via via a concretizzarsi. Insieme al controllo viene promossa e calendarizzata la gestione di tutte le operazioni in modo che l'efficienza della struttura risulti evidente nei confronti sia degli imprenditori che occupano il centro sia del singolo consumatore. Si tratta di fidelizzare la complessa clientela di primo e di secondo livello con percorsi e metodi di gestione duraturi e vantaggiosi.

Il trade off rischio rendimento

Se come accade per ogni impresa, anche il complesso strategico del centro commerciale possiede un valore in ragione della sua capacità di produrre rendimenti è indubbio che se ne debbano identificare i contorni ai fini dell'analisi economica e dei processi di rischio. In ogni caso il centro è formato da un agglomerato più o meno stabile di soggetti che sono interessati alla sua esistenza ed alla sua permanenza. Come questi da una parte sono presenti a livello di ideazione, di lancio dell'iniziativa parimenti possono cessare di essere i protagonisti della sua dinamica quando si passi alle molteplici fasi dello sviluppo e della gestione dei progetti in cui l'attività del centro andrà ad articolarsi.

Complessità delle stime

L'insieme delle scelte che guidano all'introduzione di una grande struttura commerciale, come pure il connesso processo di stima rientrano all'interno di un'operazione delicata in primo luogo perché si interviene in un contesto in cui vi è impiego di notevoli risorse economiche: grandi investimenti, caratterizzati dal fenomeno dei costi fissi, provenienti da soggetti imprenditori; disponibilità di grandi aree di territorio e di risorse ambientali; raccolta di forza lavoro; in secondo luogo per il considerevole frazionamento non solo tra ideazione, progettazione, e investimento ma soprattutto per l'avvio ed il controllo di una gestione dei processi che deve trovare una folla di operatori e responsabili.

Le aree fisiche in cui impiantare le infrastrutture del centro costituiscono una risorsa scarsa il cui utilizzo suppone l'individuazione di diverse alternative. Al riguardo va detto che le scelte condotte non possono prescindere dall'obiettivo di investire mirando a generare uno sviluppo complessivo del sistema. La selezione tra diverse alternative d'impiego delle risorse, implica già a livello di ideazione, che i due principali soggetti chiamati ad assumere le decisioni fondamentali, da una parte gli investitori/fondatori e dall'altra il settore pubblico, debbano dotarsi di strumenti che permettano di valutare gli effetti derivanti dalla realizzazione della struttura commerciale progettata.

Gli effetti della presenza del complesso strategico del centro commerciale

L'introduzione di attività economiche rilevanti invero comporta sia per gli investitori/fondatori del complesso strategico del centro commerciale che per la collettività trasformazioni di carattere generale e settoriale (sul reddito, sui consumi, sull'occupazione, sugli equilibri competitivi); conseguenze sociali (mobilità, nuove aggregazioni di forza lavoro, nuovi processi sociali e culturali); effetti ambientali (sulla morfologia del territorio, sugli equilibri degli ecosistemi, sul grado di inquinamento ambientale dell'area di localizzazione del centro).

È chiamato in causa il settore pubblico

Ma gli esiti sono viepiù complessi e delicati in virtù della profonda integrazione delle reti distributive con il tessuto territoriale e

sociale. L'utilizzo di strumenti di valutazione delle alternative di impiego delle risorse territoriali e quindi degli strumenti di analisi degli effetti economici, sociali e ambientali che tali scelte hanno per la collettività sono decisivi al fine di consentire da parte del settore pubblico l'autorizzazione alla creazione del centro su basi raccordate con gli strumenti di pianificazione urbanistica. La discussione sulle modalità di valutazione dell'impatto territoriale dei centri commerciali persegue l'obiettivo di raggiungere il consenso anticipando eventuali frizioni di natura economica e sociale, spesso traumatiche in via ex post e che i meccanismi di auto-regolazione del mercato non sono sempre in grado di mediare. Come per l'analisi di fattibilità economico-finanziaria, anche gli strumenti di analisi di fattibilità "economico-sociale" sono mirati a determinare un saldo tra i benefici e i costi complessivi dell'investimento. Il raggiungimento dell'obiettivo è ostacolato dalla natura disomogenea degli effetti da prendere in esame e dalla difficoltà della loro quantificazione.

**La speranza di
successo
imprenditoriale**

A livello imprenditoriale, e cioè nella sfera dei privati investitori, sono presenti forme di maggiore convergenza d'interessi poggiati sull'idea del successo economico dell'iniziativa, motivato da una speranza matematica consistente, attualmente giustificata dal livello d'espansione mondiale del fenomeno dello sviluppo dei centri commerciali.

Il gruppo dei promotori svolge un ruolo insostituibile per la definizione degli obiettivi e l'utilizzo efficiente delle risorse: detti soggetti necessitano di assistenza burocratica e di contatti con la pubblica amministrazione, di azioni di ricerche di mercato, di analisi di fattibilità e mix merceologico; il gruppo degli investitori/fondatori è particolarmente interessato alla valutazione dei rischi, all'analisi della struttura e delle procedure di gestione, alla valutazione a lungo termine dei risultati, alla *due diligence* anche finalizzata nel tempo ai restyling della struttura; il gruppo dei commercianti di norma si specializza nell'analisi delle tendenze di consumo in specifici settori di vendita, nella valutazione del potenziale

Individuazione delle tipologie di rendimenti in rapporto ai soggetti coinvolti. Il fenomeno del rischio

di vendita e nell'analisi dell'impatto della concorrenza, nel monitoraggio e nel costante aggiornamento riguardo agli sviluppi di nuovi format di vendita.

Per ciascuno di questi soggetti i rendimenti da ottenere rappresentano flussi aventi un'origine differente per quanto collegati al comune obiettivo: inoltre si manifestano con modalità e tempi non coincidenti. Scontati a tassi coerenti con il rischio, misurabili ricorrendo al mercato dei capitali che negozia continuamente le attività finanziarie in condizioni di efficienza, detti rendimenti consentono di apprezzare il valore dei comparti d'investimento e produttivi in cui si articola il centro commerciale, e quindi dei progetti che vi sono racchiusi. Ciascuna area del centro sopporta un rischio operativo (rischio dell'incertezza dei suoi risultati netti) ed un rischio finanziario (nel caso in cui sia levered e cioè indebitata), ed è sottoposta ad un rischio di default nella misura in cui soggiace ad un deterioramento del proprio equilibrio patrimoniale, finanziario ed economico. Il rischio di default è dipendente dall'incapacità ad equilibrare il trade - off tra ciascuna delle prime due figure di rischio ed i connessi rendimenti. Se detto equilibrio viene meno (vale a dire se crescendo il rischio operativo e finanziario non crescono i rendimenti) i vari comparti perdono terreno, il loro valore economico si riduce, emergono perdite di vantaggio competitivo, e via via si generano vari gradi di vulnerabilità e di distress. È ovvio che il descritto deterioramento avviene nel tempo, che vi sono eccellenti ragioni per ritenere che le varie aree produttive opporranno a tutto ciò una forza espansiva ed una crescita dimensionale e che l'intera vicenda deve comunque essere vista alla luce dell'andamento dei settori di appartenenza e della domanda dei consumatori. E va aggiunto che deve essere misurato in relazione ai possibili scudi fiscali di cui il comparto può avvalersi.

Teoria del valore

La teoria del valore deve divenire uno dei temi dominanti dello studio della finanza dei centri commerciali come complesso strategico. La

gestione del capitale, nelle sue varie forme ed applicazioni e, quindi, la comprensione dei fattori determinanti del valore e delle variabili chiave sulle quali il management può agire ai fini del suo incremento deve rappresentare uno dei momenti lucidi di riflessione e di studio più stimolanti dell'economia di questa particolare attività. Non dovranno essere abbandonati, nonostante la specialità del caso, i diversi approcci alla teoria della creazione del valore, a partire dalla teoria di Modigliani e Miller che resta uno dei pilastri sui quali si basa tutta la moderna teoria della finanza d'impresa. Detta teoria risulterà vantaggiosa soprattutto quale spiegazione dei momenti soglia dell'investimento con la predizione dei futuri livelli dimensionali del centro commerciale assieme ad altri modelli, tra cui ancora emerge il modello di Gordon. Lo studio dei flussi di reddito e dei flussi di cassa delle diverse strutture consente di indagare l'origine del valore e individuare i drivers che rendono possibile una valutazione dei risultati nel tempo rispetto al contesto competitivo di riferimento. Emergono così i value drivers, come ad esempio il free cash flow, il WACC (Weighted average cost of capital), il tasso di remunerazione degli azionisti e di rendimento degli asset per i quali non sempre si può fare riferimento a valori di mercato.

Capitolo 4 – Le banche dati

Elementi dell'analisi

Col presente studio si intende porre l'enfasi sulle decisioni di finanziamento e d'investimento nell'ottica dei valori attesi e dell'analisi del rischio, aprendo così la strada all'inserimento anche del complesso strategico del centro commerciale nel mercato dei capitali, rispondendo a domande del seguente tenore: Chi progetta un centro commerciale? Come viene ideato? Sulla base di quali analisi viene valutata l'opportunità di insediare in un determinato contesto territoriale un centro commerciale? Chi lo promuove? Chi vi investe il proprio denaro oppure il denaro raccolto presso una molteplicità di sottoscrittori/risparmiatori? Quali obiettivi persegue e quali beni e servizi verranno a comporre il suo patrimonio? Chi gestisce il centro commerciale una volta realizzato e sulla base di quali criteri viene svolta la sua attività fondamentale?

La discussione sulla tipologia e sull'efficacia dei metodi di valutazione inerenti al caso specifico è comunque ancora molto aperta, in particolare rispetto alle possibilità offerte dai processi d'informatizzazione che rendono le imprese presenti sui mercati di sbocco e di approvvigionamento anche in assenza (o con una forte riduzione) degli oneri legati alla catena distributiva. Soprattutto i beni immateriali – dal trasferimento di "conoscenze" alla capacità di apprendimento della natura dei processi produttivi aziendali, dalla motivazione del personale all'introduzione di fattori di creatività – generati o meno all'interno dei comparti del centro, e spesso in presenza di strutture organizzative molto snelle, rappresentano un'entità di difficile valutazione e normalmente non sono rappresentabili nei dati contabili, ma costituiscono sicuramente un elemento cardine nel processo di costruzione del valore. Tale problematica viene accentuata dal fatto che le expertise richieste si attivano in un contesto competitivo in rapida evoluzione ed in campi dove l'innovazione continua è una condizione necessaria per la sopravvivenza.

Al fine di superare alcuni limiti insiti nei modelli di valutazione

**Informazioni
generali
appropriate**

attualmente più diffusi con riguardo al centro commerciale come complesso strategico, occorre riflettere sul fatto che i centri sono destinati a produrre cash flow e free cash flow netti considerevoli, hanno un capitale investito in genere elevato ed evidenziano flussi di cassa altamente positivi insieme a standard patrimoniali e finanziari di livello ragguardevole. Vanno allora esperiti tentativi di applicazione di modelli fondati sulle informazioni provenienti dalla cash flow analysis. Il processo logico di stima del valore deve ovviamente tener conto della dimensione dell'intervento e degli obiettivi degli investitori/fondatori: non di rado questi sono gruppi economici multibusiness che suddividono il rischio su molte economie, presentano alta stabilità nel breve termine, sottraendosi a processi di quotazione sui mercati e di fusioni ed acquisizioni e ancor di più a processi di takeover.

Sarebbe importante disporre ai fini dei processi di valutazione dei seguenti dati:

- ⊗ numeri indice del valore aggiunto delle unità produttive operanti nel centro (a prezzi costanti) con confronti rispetto alla situazione di altri centri o parchi commerciali;
- ⊗ esame delle quote del prodotto lordo afferente ai centri commerciali di una regione sul totale di aggregati di regioni, congiuntamente all'andamento dell'occupazione e del costo del lavoro;
- ⊗ studio del quoziente di localizzazione e cioè della percentuale di addetti di un sistema di centri commerciali a livello regionale, allo scopo di verificare l'attrattività di particolari aree economiche e quindi di interpretare l'efficacia dell'impiego delle risorse;
- ⊗ indici di industrializzazione, di densità imprenditoriale, di specializzazione produttiva, di peso percentuale dell'occupazione nell'attività di specializzazione e ciò anche con riguardo al territorio circostante ed ai rimanenti centri commerciali;
- ⊗ grado di internazionalizzazione delle attività del complesso strategico del centro commerciale, tramite lo studio delle percentuali di

L'archivio dei bilanci e degli indicatori dei c.d. fondamentali

fatturato conseguiti all'estero, e individuazione dei principali mercati di sbocco, da confrontare con gli aggregati regionali e nazionali.

Costruire un bilancio coerente con i principi contabili, competere anche sul terreno del value reporting, diverrà una scelta obbligata per ogni sistema organico di centro commerciale. Sarà questo a farsi parte attiva per dimostrare il proprio merito di credito. L'alternativa sarebbe, in periodi di crisi e stagnazione, uscire velocemente di scena, lasciando il posto a chi è in grado di competere, di dimostrare di possedere una migliore posizione di solvibilità ed una più elevata utilità sociale.

Attraverso i più moderni strumenti dell'analisi contabile e della finanza moderna e l'esplicitazione dei drivers del valore, è oggi possibile monitorare la situazione del sistema dei centri commerciali e della loro situazione interna sino a spingersi, in condizioni adatte, a prefigurare un vero e proprio check-up della stessa. L'indagine va condotta a partire da informazioni ufficiali come quelle contenute nei bilanci annualmente depositati presso le Camere di Commercio.

A livello di sistema si propone di giungere ad aggregare i bilanci rielaborati, con analisi degli stessi al fine di mostrare l'andamento dei principali indicatori dell'equilibrio patrimoniale, finanziario ed economico dei centri commerciali. Si potranno definire dei modelli di attività che possano costituire benchmark (ad esempio attraverso il confronto con una "scheda tipo" dell'impresa eccellente) per ogni operatore, investitore, o concorrente (dei diversi settori o sottosettori economici) interessato a confrontare i risultati espressi dalle articolazioni target o con le quali interagisce.

In breve, la banca dati potrebbe evidenziare la "financial position" del centro commerciale e delle imprese e dei soggetti economici in cui si articola attraverso la descrizione:

- ⊙ della redditività " del centro commerciale e dei soggetti economici in condizioni levered e unlevered;
- ⊙ del tasso di rendimento privo di rischio, del rendimento connesso

al rischio operativo ed a quello finanziario;

- ⊗ dei flussi di cassa, con particolare enfasi verso il free cash flow, e le fonti ed impieghi di tipo operating, financing e investing;
- ⊗ dell'indebitamento ottimale, fisiologico e patologico;
- ⊗ della definizione di una strategia di gestione del rischio con individuazione di tutte le sue fasi, valutazione di ogni tipologia di rischio operativo e finanziario con identificazione dell'esposizione e suo dimensionamento e con valutazione dell'impatto economico sul mercato dei capitali;
- ⊗ dell'analisi di risk budgeting con definizione dei cambi e tassi di budget/obiettivo, attività di reporting con indicazione dei livelli di raggiungimento degli obiettivi;
- ⊗ dell'individuazione dei legami tra rischi finanziari e valore aziendale.

La ricerca proposta può risultare particolarmente utile nel momento attuale caratterizzato dall'esigenza sentita da tutti i soggetti finanziatori di stimare il rischio operativo, finanziario e di default delle unità produttive finanziate e ciò anche alla luce degli obblighi che scaturiscono dall'accordo di Basilea 2. In tale prospettiva, i centri commerciali potrebbero rappresentare specifici laboratori di analisi, dato il peso economico che hanno raggiunto attraverso le varie forme di GDO, attestandosi come organizzazioni strutturate, economiche e culturali, localizzate in specifici territori orientati verso l'innovazione continua, con processi di propagazione delle conoscenze e talora della cultura. Diventa così essenziale ottimizzare il sistema informativo di ciascun centro commerciale allo scopo di mettere in condizione gli operatori economici ivi operanti (imprenditori, investitori, ecc.) e le agenzie per lo sviluppo del commercio di possedere strumenti di lettura e di analisi attendibili della realtà economica del centro e di quella esterna (per settori di produzione e per gruppi di competitors, per localizzazione, per dimensione delle imprese, ecc.) da impiegare per l'assunzione delle decisioni economiche.

Con ciò si giudica anche di mettere in grado gli enti istituzionali che cooperano allo sviluppo del commercio di individuare tempestivamente le carenze che potrebbero generarsi nel loro sistema a partire da shock asimmetrici della domanda o da crisi finanziarie (anche se soltanto periferiche).

Le investigazioni precedentemente indicate dovrebbero consentire di operare confronti con altre banche dati esistenti a livello europeo o italiano e quindi di verificare la situazione dell'economia (così come il suo grado di internazionalizzazione, di competitività, di posizionamento) del sistema dei centri commerciali nelle varie regioni italiane ed europee, con l'ottica di fornire agli imprenditori (o investitori o concorrenti) uno strumento di informazione e di conoscenza, ma anche un elemento di riflessione e di supporto agli organi regionali nella formulazione delle politiche finanziarie e di finanziamento.

Con questa ricerca si vorrebbero prefigurare gli impianti contabili e di corporate finance idonei a far comprendere lo stato di salute del complesso strategico dei centri commerciali e del loro ruolo nella società al fine di informare i vari responsabili del mondo economico e finanziario: i consumatori e le famiglie, le imprese stesse, le loro associazioni di categoria, le banche, i rappresentanti delle pubbliche amministrazioni, i potenziali investitori, etc.

I quesiti a cui s'intende rispondere sono: In che misura l'attività dei centri commerciali come complesso strategico e dei soggetti economici risultano rischiose? Quali fattori influiscono in modo decisivo sullo stato di default? Quali sono le misure da proporre alle imprese, in modo che queste possano presentarsi al sistema creditizio, non solo rivelando competitività e propensione allo sviluppo, ma anche offrendo un quadro efficace dal punto di vista delle informazioni necessarie per le valutazioni imposte da Basilea 2 e 3? Qual è il grado di rischiosità che si giudica di riconoscere ad un complesso strategico del centro commerciale ed ai soggetti economici in cui si articola in termini di rating dei fondamentali?

Si tratta di far emergere il grado di vulnerabilità dei centri commerciali e dei soggetti economici in cui si articolano nel loro insieme, rivelando, in termini quantitativi, la sensibilità al rischio di default.

L'insieme degli interventi sopra delineati conduce al rafforzamento del significato economico e sociale generando i seguenti fattori di efficacia:

- La promozione del raccordo commercio-cultura-valore, in una nuova visione da preservare e quale mezzo di educazione e formazione;
- Lo sviluppo e la valorizzazione del fattore imprenditoriale e delle altre risorse umane del territorio;
- I criteri di gestione del capitale del complesso strategico del centro commerciale dei soggetti economici in cui si articola in termini di risultati produttivi, di struttura ottimale dei finanziamenti e di stima delle diverse tipologie di rischio operativo, finanziario e di default, di strumenti di copertura di detti rischi;
- L'ottimizzazione delle forme di finanziamento: dal venture capital al private equity, all'emissione di prestiti obbligazionari, ai finanziamenti bancari coerenti con la regolamentazione di Basilea 2 e 3 ecc.

Si giudica di suggerire un'intensificazione del rapporto del mondo dei centri commerciali con quello della finanza, favorendo l'emergere di nuove tipologie di finanziamento, nuove strategie di fund e risk management, sfruttando in tempo reale le informazioni finanziarie provenienti dalle banche dati ed attivando il loro ruolo nei processi di competizione internazionale. Invero la scelta delle forme di finanziamento e d'investimento dipende dal contesto economico (settore produttivo, dimensione, localizzazione, ecc.) spiegabile utilizzando database sicuri e testati, idonee ad interpretare le diverse situazioni economiche, patrimoniali e finanziarie, ed il posizionamento delle imprese nella scala della vulnerabilità rispetto alla diverse figure di rischio: operativo, finanziario e di default.

L'evoluzione in atto comporta la necessità di focalizzare l'attenzione sui processi di innovazione e ricerca, e sugli intangibles anche nel contesto

di una politica dei centri commerciali, con un'azione di mappatura del territorio regionale in termini di R/D e di esigenze di interventi al riguardo: introduzione di hedge funds, di private equity, di venture capital, di processi di cartolarizzazione, di emissione di obbligazioni con rating, selezionando nel contempo gli interventi in termini di probabilità di default e perciò nell'ottica dell'applicazione dell'accordo di Basilea 2 e 3.

Siamo dell'avviso che inquadrare il fenomeno della produzione di cultura nell'ambito dei crinali che congiungono economia di mercato, e finanza in una visione di coesione sociale, di responsabilità sociale dell'impresa e di utilità sociale possiede un significato rilevante, che a livello delle unità produttive e dei territori può essere misurato attraverso nuove metodologie ancora non del tutto codificate dagli studiosi di economia e finanza. Su tali aspetti la tesi offre solo degli spunti; vorrebbe però indicare un sentiero di ricerca da percorrere.

Parte terza

Capitolo 5 – Enterprise Risk Management del complesso strategico del centro commerciale

Enterprise Risk Management del complesso strategico del centro commerciale

Se il contributo di studiosi di Fund Management e Risk Management ha aperto una nuova frontiera scientifica questa deve ancora essere sviluppata a livello dell'economia dei centri commerciali. Il principio, per ogni attore interno al centro commerciale, è comunque che ogni soggetto deve farsi carico del rischio delle proprie attività e delle proprie azioni. Il movimento d'opinione che ne è derivato e che si è affermato per la presenza delle agenzie di rating e degli accordi del Comitato di Basilea sta cambiando la nostra cultura. Anche all'interno dei centri commerciali questi processi sono osservati e ciò suscita un esteso interesse verso le analisi del rischio e le modalità con cui questo viene coperto e diversificato.

Va detto che il quadro di relazioni economiche dei centri commerciali a livello di complesso strategico (proprietà immobiliare, gestione commerciale del centro, finanziatori, banche, comparti pubblici) sta subendo una profonda rivisitazione alla luce delle problematiche del rischio e dell'incertezza, pur considerando che il centro commerciale nella sua interezza diversifica ampiamente i rischi economici. Mentre i suoi comparti sono influenzati dai processi di crisi (nella misura in cui questa emerge a livello dei sottosettori di appartenenza), si genera nel contesto dell'intero sistema di relazioni del centro un processo di autodifesa e diversificazione del rischio per la contiguità dell'offerta commerciale e la diffusione dell'informazione. La capacità che ha obiettivamente un centro commerciale di combattere l'asimmetria informativa costituisce una difesa tangibile in occasione di caduta della domanda di beni e servizi.

In merito si ricorda che la normativa di Basilea 2 e 3 obbliga le singole banche a valutare attentamente il rischio di default della propria clientela. La

classe di rating attribuita dalle banche al proprio cliente influenzerà il costo del denaro nonché i livelli di esposizione.

L'accesso al credito da parte delle imprese, ed in particolare di quelle medio-piccole, sarà sempre più correlato alla capacità delle stesse di fronteggiare le cause di vulnerabilità. Il rating rappresenta lo strumento di selezione attraverso cui il sistema bancario valuta la solvibilità della controparte, favorendo le imprese più stabili e sicure, mettendo in prima posizione quelle a più basso rischio di default ed applicando un pricing dipendente dal merito di credito riconosciuto a ciascun impresa.

Negli ultimi anni la gestione dei rischi aziendali ha assunto un ruolo straordinario per i centri commerciali. L'Enterprise risk management è chiamato a divenire un approccio sistematico e integrato alla gestione dei rischi complessivi che il centro deve affrontare. La sua comparsa può essere ricondotti a due cause principali.

In primo luogo, dopo una serie di perdite di investimenti di vaste dimensioni, l'ambito di corporate governance del centro si è allargato ad abbracciare la molteplicità dei rischi che il centro subisce. Gli amministratori dei centri si sono trovati nella necessità di segnalare i loro sistemi interni di controllo dei rischi.

In secondo luogo, i modelli di spiegazione della formazione del valore per gli investitori/fondatori stanno giocando un ruolo fondamentale nei processi di pianificazione strategica in cui il rischio svolge un ruolo centrale. Nei primi anni di lancio dei centri commerciali come complesso strategico questi usavano trasferire la maggior parte dei rischi alle imprese di assicurazione: ciò in particolare per i casi di catastrofi naturali, incidenti, errori umani o frodi, ma anche al fine di fronteggiare rischi commerciali e rischi di credito.

In seguito vennero prese in considerazione alternative differenti. Alcuni dei rischi assicurabili vennero ricondotti all'interno del processo interno di controllo; altri venne assoggettati a processi di accantonamento formale a fondi di svalutazione e fondi rischi a condizione che il rischio fosse

prevedibile, preferendo ricorrere al risparmio di utili al fine di fronteggiare situazioni di value at risk corrispondenti a perdite inattese. Ciò condusse ad un approccio più ampio per la gestione dei rischi.

Successivamente i centri cominciarono a coprire i molti rischi finanziari, come ad esempio quelli concernenti i tassi di cambio, i prezzi di molte merci e prodotti acquisiti a livello internazionale, i tassi di interesse ed i rendimenti degli investimenti mobiliari per transitare poi sui prodotti finanziari derivati come future, opzioni e swap.

Questa non fu una coincidenza, dato che le banche di investimento avevano sviluppato i menzionati strumenti finanziari per consentire ai loro clienti aziendali di coprire i rischi finanziari. Si ebbe quindi un'ulteriore transizione paragonabile come impatto a quella che condusse ad internalizzare i rischi assicurabili.

Nel nuovo sistema, peraltro, si confermò la tendenza a far sì che il Centro commerciale come complesso strategico si ponesse il problema della copertura dei rischi quale processo interno.

Quindi, il problema della gestione dei rischi finanziari acquisì le medesime caratteristiche rivelate dall'internalizzazione dei rischi assicurabili. Il fenomeno della copertura d'ogni rischio venne ad assumere un significato che produceva un legame consistente con l'attività dell'impresa: ogni rischio possedeva il carattere di enterprise risk management: di certo divisibile sul piano delle possibili opportunità in rischio autoassicurabile, rischio copribile con polizze, rischio fronteggiabile attraverso derivati. Fu proprio la presenza dei prodotti finanziari derivati (swaps, futures, options) che impose di stabilire quanta parte dei rischi doveva essere mantenuta all'interno della società e quanto doveva essere data vita a esternalizzazioni. L'esistenza di strumenti finanziari derivati anche costrinse i centri commerciali come complesso strategico a considerare più attentamente il prezzo dei rischi, e come questi avrebbero potuto essere coperti internamente ed in che misura banche ed agenzie esterne avrebbero potuto contribuire a ridurre la rischiosità operativa o finanziaria di

determinati flussi abbassandone il grado di dispersione.

Il riconoscimento che i consueti rischi assicurabili e quelli finanziari avrebbero potuto essere gestiti insieme, (dal momento che l'acquisto di polizze e l'acquisto di strumenti derivati di copertura dei rischi finanziari venivano ad adempiere allo stesso ruolo) condusse allo sviluppo di nuovi prodotti di trasferimento del rischio capaci di soddisfare entrambi i tipi di esigenze. Ciò fu veramente importante per i responsabili del complesso strategico dei Centri commerciali divenendo possibile stipulare contratti pluriennali idonei a coprire i rischi delle proprietà immobiliari, quelli di responsabilità civile con il ricorso a contratti di opzioni per coprire gli effetti negativi dei movimenti valutari sugli utili conseguiti.

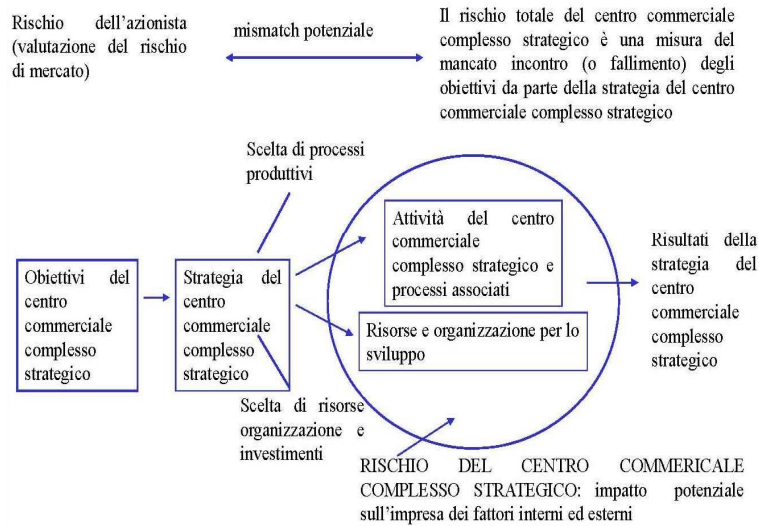
Un ulteriore fattore che portò ad un approccio più olistico nella gestione del rischio fu determinato dall'estensione delle opportunità ora descritte a casi di rischiosità dinamica in cui l'impossibilità di una analisi predittiva rendeva improponibile l'impiego di forme di autoassicurazione e pertanto il responsabile del complesso strategico del centro commerciale non trovava altra strada che quella di ricorrere alla copertura del rischio attraverso la costituzione di riserve, e cioè accantonando utili. Ora era invece possibile sviluppare una pianificazione di emergenza identificando gli asset che avrebbero potuto essere minacciati da eventi avversi e disporre di sistemi in atto per far fronte a questi eventi combinando operazioni strategiche interne con l'impiego di derivati.

**Definizione di
Enterprise Risk
Management
per il centro
commerciale**

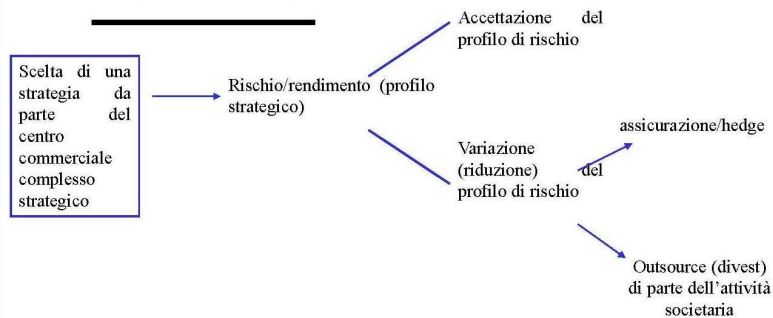
L'Enterprise Risk Management per il complesso strategico del centro commerciale è misurabile, in termini di cash flow, confrontando i risultati della strategia condotta con le prospettive programmate (espresse dagli obiettivi aziendali). E' insomma pari al minor cash flow acquisito in un prefissato periodo di tempo (l'Enterprise Risk Management rappresenta così in un certo senso un nuovo tipo di rischio interpretabile attraverso tale divario). La strategia scelta per raggiungere gli obiettivi aziendali incarna dunque un determinato profilo di rischio, che deriva da vari fattori che potrebbero avere un impatto sulle attività, i processi e le risorse scelti per

attuare la strategia.

Processo di Risk Management del centro commerciale complesso strategico



Connessione tra la strategia, il rischio del centro commerciale complesso strategico ed il suo management



Il rischio del centro commerciale complesso strategico è incorporato nella strategia societaria (e perciò nella scelta delle sue attività, processi e risorse)

E' cospicua la serie di fattori esterni ed interni che può far sì che i risultati delle attività di una società si discostino da quelli stabiliti e dichiarati quali formali obiettivi aziendali. Alcuni fattori esterni possono far capo a eventi di mercato per cui una società concorrente, come ad esempio i nuovi entranti nell'area o in un sistema prossimo, riescono ad incontrare in

maniera più efficace i gusti dei consumatori o l'accettazione di nuovi prodotti. Altri fattori esterni dipendono da contesti più ampi, come i cambiamenti nell'economia, nuovi investimenti, nuovi ingressi di capitale, azioni speculative sui mercati finanziari. Esiti analoghi assumono i cambiamenti di direzione politica, dei principi giuridici, della tecnologia, demografici ecc. La maggior parte di questi si sottrae al controllo di gestione, il quale mira a rendere una società più flessibile e adattabile ai cambiamenti in modo dinamico.

Un'altra serie di fattori che possono causare risultati differenti da quelli programmati nascono all'interno della struttura commerciale stessa. Questi sono errori umani, frodi, l'interruzione dei flussi di acquisto, distribuzione, produzione, e così via. Queste cause interne rappresentano una parte importante di ciò che generalmente è denominato "rischio operativo".

Gli investitori/fondatori nel valutare l'impatto della molteplicità di fattori esterni ed interni sulle attività del centro dovrebbero operare con l'assistenza di modellazioni al computer. Sempre più spesso, si ricorre ad analisi di scenario ed a studi del sistema al fine di misurare e gestire il rischio d'impresa, con il supporto di società di consulenza nella gestione dei rischi.

Dunque solo se il rischio d'impresa si misura in termini di obiettivi aziendali, emerge un quadro coerente di analisi e di connessi interventi risolutivi.

Riassumendo può dirsi che:

- i mercati presentano struttura complessa ed in essi agiscono numerosi attrattori interni e forze esterne. La loro interazione produce instabilità e crea situazioni di vulnerabilità del core business del centro e delle imprese commerciali aggregate.
- Il trasferimento dei rischi attraverso processi assicurativi e la copertura dei rischi finanziari attraverso derivati giocano

un equivalente ruolo all'interno del core business del centro

- Dal momento che i rischi assicurabili e quelli finanziari sono delle sottoclassi del rischio totale dell'impresa, le decisioni di assicurazione e copertura dovrebbero essere coordinate al fine di stimare il loro complessivo impatto sul profilo del trade off rischio/rendimento del centro
- Poiché le assunzioni di polizze e di derivati sono vie per finanziare i rischi dell'impresa, esse dovrebbero essere concepite in modo integrato all'interno della complessiva politica di finanziamento.
- Il rischio totale del centro commerciale è incorporato all'interno della strategia d'impresa; vale a dire all'interno delle attività, dei processi e delle risorse usati per sviluppare i complessivi processi di distribuzione organizzata
- Il rischio del centro commerciale può essere effettivamente misurato solo in termini di obiettivi dell'organizzazione. Il grado di rischio corrisponde alla distanza che viene a crearsi tra gli effettivi processi generati dal magazzino di forze del centro e gli obiettivi societari
- Più gli obiettivi del centro commerciale saranno allineati con quelli degli investitori/fondatori, più il rischio totale del centro sarà prossimo a quello percepito presso l'ambiente dei finanziatori

**Responsabile
delle
problematiche
di rischio**

A causa della complessità di identificare, controllare e gestire i rischi un nuovo ruolo di coordinamento della gestione sta emergendo all'interno dei centri - quella del Chief Risk Officer (CRO).

**Responsabile
financial
manager**

Il Chief Risk Officer, che di solito è un alto dirigente e parte del top team di pianificazione strategica, può nel contempo un direttore di Group Risk, anche se le sue responsabilità sono ben più ampie. Di certo la denominazione Chief Risk è sempre più utilizzata.

Il CRO deve mantenere stretti legami con il Chief Financial Officer (CFO). La scelta del criterio di copertura dei rischi, sia questo mantenuto all'interno oppure trasferito all'esterno, spetta al direttore finanziario, che sarà inevitabilmente un alto dirigente parte del Comitato di pianificazione strategica. Il Chief Financial Officer è responsabile non solo per l'acquisto di polizze o la negoziazione di derivati, ma anche del sistema di politica finanziaria complessiva del core business, che abbraccia la copertura di tutti i rischi nel tempo.

Riferimenti bibliografici

Bibliografia

- LFRED RAPPAPORT, *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance* (New York: Simon & Schuster, 1986).
- BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2001, *Proposal for a New Basel Capital Accord*. Basel: Bank of International Settlements, January.
- DAVIES, H., 2001, Keynote Address, Insurance Institute of London, London: *Financial Services Authority*, 9 March.
- DICKINSON, G.M., 1997, "Integrating Insurance and Hedging into the Overall Risk Management of the Firm", *Singapore International Insurance and Actuarial Journal*, Inaugural Issue, Vol.1, August, pp. 161-173.
- DICKINSON, G.M., 2000, "Risk Role Grows to Enterprise Scale", *Mastering Management, Part 7, Financial Times*, London, 13 November, Supplement, pp. 14-15.
- DELOACH, J., 2000, *Enterprise-wide Risk Management: Strategies for Linking Risk and Opportunity*. London: FT-Prentice Hall.
- DOHERTY, N.A., 2000, *Integrating Risk Management: Techniques and Strategies for Managing Corporate Risk*. New York: McGraw Hill.
- G. BENNETT STEWART II.. *The Quest for Value* (New York: HarperCollins Publishers. 1991).
- GIAIRINI, O. and STAHEL, W.R., 1993, *Limits to Certainty*, 2nd edn. New York: Kluwer Academic Publishing.
- GRANT, R.M., 1998, *Contemporary Strategic Analysis*, 3rd edn. Oxford: Blackwell Publishers.
- KESSLER, D., 2001, "Anticipating and Managing Risks in the 21st Century", *The Geneva Papers on Risk and Insurance ± Issues and Practice*, Vol. 26, No. 1, January, pp. 1-7.
- KLOMAN, H.F., 1992, "Rethinking Risk Management", *Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, No. 64, July, pp. 3-15.
- LAM, J., 1999, "Enterprise-Wide Risk Management and the Role of the Chief Risk Officer", *Ivey Business Quarterly*, Issue 3, pp.10-18.
- TOM COPELAND. TIM KOLLER AND JACK MURRIN, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. Second Edition* (New York: John Wiley & Sons, Inc., 1995).
- ROBERT G. ECCLES, "The Performance Measurement Manifesto," *Harvard Business Review*, January/February 1991, pp. 131-137.
- ROSS, S.A., 2001, "Financial Regulation in the New Millennium", *The Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, Vol. 26, No. 1,

January, pp. 8-16.

ZECH, J., 2001, "Rethinking Risk Management: The Combination of Financial and Industrial Risk", *The Geneva Papers on Risk and Insurance ± Issues and Practice*, Vol. 26, No. 1, January, pp. 71-82.

Parte quarta

Capitolo 6 – I processi di analisi fondamentale

I processi di analisi fondamentale

La valutazione del complesso strategico del centro commerciale rappresenta una procedura complessa per la presenza di molteplici soggetti interessati ai processi d'investimento ed alla gestione del centro. L'ambiente degli investitori/fondatori è poi un insieme non sempre omogeneo. Ovviamente l'identificazione degli stakeholders e della loro quota d'investimento costituisce un'informazione preliminare rispetto al lavoro di analisi. Trattasi comunque di un lavoro delicato sia per le potenziali differenze di vedute, sia per la molteplicità dei conferimenti, valori, risorse, lavoro, esperienze, expertise che non possono non essere stimati.

La reporting entity

Per raggiungere lo scopo buona norma è preliminarmente procedere a definire i confini del complesso strategico che dà vita al core business del centro. Si tratta del gruppo degli investitori/fondatori che anche in termini di autonomia amministrativa consentono di identificare l'entity e cioè il soggetto economico/giuridico a cui il valore va riferito: è questo un momento non eludibile idoneo ad individuare i reali proprietari del centro e la natura delle interessenze che eventualmente sussistessero rispetto alle aree di gestione.

Va precisato che l'esistenza di una struttura "legale" non è di per sé determinante ai fini dell'esistenza di una *reporting entity*. E' invece rilevante l'effettivo svolgimento di attività economiche e l'assunzione della loro responsabilità.

I momenti essenziali della valutazione

I momenti essenziali della valutazione di un centro commerciale come complesso strategico possono essere elencati nel seguente ordine (i) la raccolta ed esame della base informativa, (ii) l'applicazione dell'analisi fondamentale (iii) la fissazione dello scenario di riferimento, (iv) la scelta del modello di valutazione; (v) l'apprezzamento del grado di rischio implicito e

(vi) la formulazione del giudizio finale di valutazione.

Il passato non può spiegare il valore del centro, dipendendo questo, in ultima ratio, dalla futura corrente di rendimenti che il complesso strategico è in grado di generare nell'ambiente in cui opera fronteggiando i diversi contesti di rischio che la caratterizzano. Ricordiamo che la ricerca del valore prende avvio dal concetto di capitale o, forse più precisamente, come ha osservato Fisher, dal concetto di risparmio. E' la capacità di produrre e di risparmiare che conduce ad acquisire coscienza della natura del capitale. Il capitale, nel suo significato più proprio di valore capitale, è semplicemente reddito futuro scontato, o in altre parole, assoggettato ad un processo di attualizzazione.

Il futuro lancia un'ombra sul presente

Anche per un complesso strategico del centro commerciale si tratta di scoprire come trasformare una futura corrente di rendimenti in un valore presente traducendo, come afferma Fisher, il futuro nel presente, ovvero determinando il valore capitale del reddito futuro. E nella valutazione interviene sempre la previsione. Gli eventi futuri proiettano la loro ombra in anticipo.

Le principali tipologie di rischio

Abbiamo già avvertito che la teoria del valore è congiunta con quella del rischio e dell'incertezza. Tale innesto si è verificato per il riconoscimento che l'attività produttiva dà luogo a rendimenti incerti nel tempo e che i risparmiatori e gli investitori sono al corrente di tale situazione. Ricercare opportunità di investimento e produrre significa sopportare un rischio operativo; far ciò e richiedere dei capitali in prestito da utilizzare in luogo di un capitale proprio significa sopportare anche un rischio finanziario. Non di rado si manifesta poi un rischio di insolvenza.

Tutto ciò conduce a connettere indissolubilmente il processo di valutazione con la teoria del rischio e dell'incertezza ed a raccoglierne le molteplici fasi all'interno dell'analisi fondamentale.

**Analisi
fondamentale
ed efficienza
valutativa**

Invero, seppure non pochi studiosi usino l'espressione "analisi fondamentale" per indicare la sistematizzazione delle principali informazioni che compongono il sistema dei valori dell'impresa, al fine di percepire la direzione di marcia e le prospettive di questa in condizioni di funzionamento, giudichiamo che tale espressione abbia assunto un effettivo significato in termini scientifici grazie al suo raccordo con la definizione di efficienza valutativa dovuta a J. Tobin, secondo cui il valore dell'impresa dipende ed è desumibile attraverso i suoi "fondamentali" ai quali il mercato dei capitali deve nel lungo termine obbedire, ed ai quali non può non tendere.

L'importanza dell'idea di efficienza valutativa di Tobin sta, infatti, nel mostrare, nei confronti di tutti gli osservatori, che l'impresa ed i suoi titoli alimentano il mercato dei capitali e, dunque, un complesso di relazioni che lega profondamente ogni impresa ai caratteri del sistema economico di appartenenza. Il sistema economico domina sul mercato dei capitali essendo questo al servizio del primo.

Nella logica di Tobin, tutte le unità produttive sono tra loro connesse da un rapporto di unità funzionale. Tutte dialogano tra di loro attraverso il sistema dei prezzi. Tutte si finanziano sul mercato del credito ovvero sul mercato mobiliare e nell'insieme generano una marcata congiunzione tra micro e macroeconomia. Il Prodotto Interno Lordo si forma grazie al contributo di tutte le unità del sistema. Ciascuna di queste ha un proprio valore aggiunto che è parte del valore aggiunto complessivo.

Parimenti le fluttuazioni del ciclo economico non possono non riflettersi su tutte le imprese ed il sistema risente del grado di simmetria informativa del mercato dei capitali dove le unità produttive negoziano i loro titoli (efficienza informativa).

Gli artefici delle analisi di efficienza valutativa sono ben consci dell'impenetrabilità del futuro. Essi non sopravvalutano i dati storici e non

s'ingannano in merito alla loro limitatezza e parzialità. Tuttavia, dovendo affrontare e risolvere oggi dei problemi economici che implicano l'attuazione di processi di produzione, intendono riuscire ad orientarsi e, se possibile, a prestabilire legami con qualche porzione di quel futuro. È come se Tobin ci dicesse di misurare la coerenza dell'operatore economico non in base alla sua "preveggenza", ma in quanto capace di rischiarare il proprio cammino attraverso la più ampia analisi che gli è consentita dai mezzi che ha a disposizione. Ecco allora che tanto il sistema economico nella propria interezza quanto l'impresa debbono porre in essere un'esplorazione storica dei propri flussi di potere generico d'acquisto e parimenti compiere un'indagine prospettica. Analisi dei flussi a livello macro e micro costituiscono mezzi di orientamento che possiedono la prerogativa di indirizzare le scelte. Il decorrere del tempo consente di verificare l'attendibilità e di strutturare le predizioni di molti eventi. È a questo punto che l'introduzione dell'analisi statistica e la ricomprensione dell'analisi economica in una più vasta teoria del rischio e dell'incertezza, permettono di accostare all'efficienza valutativa di Tobin alla c.d. efficienza informativa. Efficienza valutativa ed efficienza informativa sono così rese inscindibili nella strategia del Financial Manager. La loro congiunzione consente di sostituire ai valori di stima dei nuovi valori (quelli c.d. di mercato) grazie all'applicazione di sistemi di probabilità soggettiva (valori attesi).

Per tali ragioni si sostiene che gli *economic data* sono alla base dell'analisi fondamentale. Questa viene ad occuparsi non tanto dello studio dei prezzi delle attività finanziarie, quanto dei fattori che determinano quei prezzi. Il principio sottostante è che il valore reale di un'attività finanziaria debba essere collegato alla redditività dell'impresa, alla luce delle varie componenti coinvolte sia a livello macroeconomico che in un'ottica di analisi settoriale. Scopo ultimo è l'individuazione di scostamenti tra prezzi e valori reali (intrinseci) delle attività che indicano sopra/sotto valutazioni. Ciò permette di intraprendere strategie di investimento fondate sulla costruzione di portafogli di progetti considerati sottovalutati. I presupposti di questo tipo

di approccio sono: a) la capacità di misurare la relazione tra valore e sottostanti driver; b) la stabilità di detta relazione nel tempo; c) la riconciliazione delle eventuali deviazioni entro un ragionevole periodo di tempo.

L'analista del centro commerciale deve quindi essere un osservatore: a) delle variabili macroeconomiche tipiche dell'ambiente in cui opera la struttura (fattori politico-economici nazionali o internazionali; politiche fiscali e monetarie; politiche governative strutturali e congiunturali; andamento dei saggi relativi all'inflazione; fattori influenti sulla produttività, sul grado di occupazione e così via); b) delle variabili microeconomiche peculiari dei settori di appartenenza della medesima (relazioni tra domanda ed offerta; misurazione del grado di concorrenza; elementi di costo e di qualità del prodotto; ciclo di vita del prodotto; interpretazione delle regolamentazioni governative e sopranazionali, ecc.).

Deve poi essere un interprete della dinamica dei vari fondi (dinamica del CN, del CDN, del CDFN, della liquidità) e di tutti i molteplici indicatori interni ed esterni all'impresa che ne individuano la posizione sul mercato dei capitali: tassi di rendimento storici come ROE e ROI, rapporti del cash flow prodotto rispetto a volumi di asset o di capitale investito (eventualmente suddivisi per unità di business), indici di solvibilità finale e di default, tassi attesi di rendimento dei titoli rischiosi coerenti con il grado di rischiosità, coefficienti beta levered ed unlevered, costo medio ponderato del capitale, Earnings per share, Price/Earnings, ecc.

Riassumendo possiamo dire che il nostro analista è il protagonista di stime e comparazioni storiche e di valutazioni prospettiche. È suo compito comprendere la capacità del core business a produrre futuri rendimenti e ad equilibrare nel tempo entrate ed uscite di liquidità, senza pregiudicare l'equilibrio economico. È suo compito confrontare indici di equilibrio economico e finanziario del centro con indicatori del trade-off rischio/rendimento dello stesso sul mercato dei capitali.

**Analisi
fondamentale e
stato di salute**

Per tutte le descritte ragioni, l'incontro dell'idea di Tobin sull'efficienza valutativa con l'analisi fondamentale, svolge, nel caso di un centro commerciale, il ruolo di consentire ai soggetti che investono di disporre delle notizie essenziali per decidere consapevolmente, ed a coloro che sono incaricati del controllo di sviluppare un'azione di guida ricca e coerente con la logica economica generando le necessarie tappe e procedure in grado di consentire al sistema di pervenire al suo equilibrio.

A dimostrazione della validità dell'intuizione di Tobin va detto che nell'attuale contesto evolutivo dei sistemi economici la Finanza aziendale sta assumendo un ruolo sempre più incisivo. Grazie al progresso dei suoi strumenti di analisi anche i centri commerciali sono messe in condizioni di effettuare un continuo controllo del proprio equilibrio finanziario, economico e patrimoniale.

Occorrerà per il futuro trasferire nella prospettiva dei centri commerciali i sistemi di analisi della gestione di ogni tipo di provvista di potere d'acquisto (Financial Management) elaborati in via generale i quali mettono a fuoco lo stato di salute dell'entity, conducono ad interpretare in modo consapevole le condizioni di produzione interne ed esterne, ad individuare i punti deboli dell'area su cui intervenire e suggeriscono la natura delle decisioni di cambiamento e di sviluppo da intraprendere.

Il ruolo di tali sistemi e l'importanza della menzionata investigazione nell'attuale realtà economica, caratterizzata da incertezza, non debbono essere sottovalutati.

Anche i centri commerciali più promettenti e solidi non sono immuni da pericoli. Quelle già impiantate ed affermate, per poter permanere all'interno di un sistema sempre più competitivo, debbono mirare a condizioni di eccellenza.

Va aggiunto che, nel momento attuale, caratterizzato dall'allargamento dei mercati, dal fenomeno della globalizzazione, e dalla

smaterializzazione di molti apparati, prodotti, sistemi, ecc. tutti i centri sono di continuo chiamati a rivedere la propria condotta aziendale identificando il core business aziendale e separando da questo le attività esternalizzabili.

Uno strumento insostituibile con cui indagare lo stato di salute dell'unità produttiva e decidere d'intervenire è la Fund Accounting. Questa consiste nello scomporre l'insieme degli investimenti e dei finanziamenti in modo tale da preconstituire delle appropriate stratificazioni di valori denominate Fondi. Per ciascuno di essi, in ogni intervallo temporale, le variazioni lorde manifestatesi esprimono flussi di valore (se positive si denominano fonti, se negative si denominano impieghi). I flussi derivanti dallo svolgimento diretto dell'attività di produzione - e, pertanto, connessi a costi e ricavi - sono detti autogenerati; quelli dipendenti da operazioni di accrescimento della provvista di capitale o d'investimento sono detti strutturali.

I fondi e i flussi riconoscibili sono assai numerosi. Un sistema evoluto di Fund Accounting per un centro commerciale prevede le seguenti essenziali stratificazioni:

- Capitale Netto
- Capitale Disponibile Netto
- Capitale Disponibile Finanziario Netto
- Capitale liquido

Detto sistema deve comporsi in un unico impianto logico suddiviso in fasi coordinate e sincronizzate..

Qui vogliamo sottolineare che la Fund Accounting di un centro commerciale, quale parte cruciale del Financial Management, viene oggi a rappresentare un itinerario ricercato ed insostituibile, ed altresì agevolmente percorribile, grazie all'innesto nel suo corpo essenziale di moderne forme di

algebra contabile. Prendono vita strumenti di analisi altamente efficaci, incorporabili in software che consentono ai direttori finanziari di potersi avvicinare, in modo veloce ed automatizzato, alla conoscenza dei fondamentali indicatori del valore, rispondendo a domande, concernenti la struttura produttiva, del seguente tenore:

- ⊙ conviene mantenerla in vita?
- ⊙ è necessaria una sua ristrutturazione produttiva o finanziaria?
- ⊙ qual è la sua redditività in rapporto alle altre imprese?
- ⊙ che volume di cash flow è in grado di produrre?
- ⊙ quale porzione del cash flow prodotto si traduce in remunerazione per gli investitori, divenendo free cash flow? Quale si traduce in reinvestimento?
- ⊙ alla luce della rischiosità dell'attività svolta qual è il costo medio ponderato del suo capitale?
- ⊙ quale configurazione assume nel tempo se viene interpretata come un progetto d'investimento?
- ⊙ se ne può studiare il free cash flow to firm interpretandola secondo i principi del capital budgeting?
- ⊙ quali sono le fonti di liquidità dell'impresa e come vengono utilizzate per soddisfare il fabbisogno per investimenti ed altri impieghi?
- ⊙ quali processi consentono di ottimizzare la gestione del capitale circolante, del capitale circolante finanziario e dei flussi di cassa prodotti?

Grazie all'impianto organico di Fund Accounting ed alla ricchezza di notizie offerte dagli strumenti di analisi, il centro è messo in grado di leggere la propria financial position, di ricercare ed interpretare le cause delle eventuali disfunzioni riscontrate e di individuare il proprio cammino

**Fund
Accounting
centri
commerciali**

e

coerentemente con le capacità che possiede e con l'idea imprenditoriale che esprime. È soprattutto il sistema di driver - e cioè di indicatori delle modalità con cui il valore, nelle sue varie forme si manifesta - che permette ai responsabili di misurare la condotta imprenditoriale (performance) e di stabilire la tipologia delle varie azioni da intraprendere.

Il sistema di Fund Accounting del centro (con i connessi driver del valore), pur noto a livello internazionale e con assodata capacità di scendere in profondità nei fondamentali atti di gestione, non è ancora entrato a far parte del patrimonio conoscitivo e tecnico della maggioranza dei centri commerciali italiani.

Peraltro lo sviluppo dei mercati finanziari e l'intervento massiccio sugli stessi degli intermediari finanziari e degli investitori istituzionali, come pure l'enfasi riposta verso la promozione dei fondi comuni d'investimento e dei fondi pensione, ha dato nuovo impulso alla c.d. analisi fondamentale.

Sussiste, invero, l'interesse da parte dei finanziatori ed azionisti delle imprese e, più in generale, della globalità dei suoi stakeholder a ricercare ed introdurre metodi di analisi finanziaria progredita in grado di interpretare e spiegare, e soprattutto di rendere palese, l'evolversi dello stato di salute delle unità economiche e, pertanto, di consentire di stimare permanentemente la redditività ed il rischio degli investimenti. Si aggiunga che nuovi sistemi informativi sul grado di salute delle imprese, sulla loro redditività, sul rapporto che lega l'impresa ai settori produttivi, mirati ad accrescere il complesso di notizie essenziali per l'investitore, stanno prendendo ed hanno preso piede, e rivelano un tasso d'impiego crescente grazie all'ausilio di banche dati che producono ed offrono la conoscenza dei necessari parametri di analisi.

Detti sistemi di analisi che offrono informazioni comparabili nel tempo e nello spazio non possono non richiamare l'attenzione dei legislatori nel momento in cui questi si propongono di creare condizioni più favorevoli

per lo sviluppo del sistema economico.

Tutto ciò non può non creare un'enfasi dei fondatori e proprietari di centri commerciali o di parti di questo verso i nuovi impianti conoscitivi della Finanza Moderna che da un lato rafforzi i criteri di Corporate Governance, dall'altro fornisca ai dirigenti finanziari, ai professionisti ed ai policy makers gli strumenti necessari per agire a favore dell'innovazione, dello sviluppo e del controllo di complessi capaci di affrontare il rischio economico.

A livello globale i responsabili dei centri commerciali intervengono sul mercato dei capitali per finanziarsi. La raccolta della provvista di capitale al costo più basso, data la rischiosità degli asset, rappresenta oggi uno dei compiti più delicati del CPO ed è alla base del successo o dell'insuccesso dell'azione delle grandi strutture commerciali.

Il gradimento degli investitori è poi in funzione dei rendimenti offerti sia in termini di dividendi che di capacità di acquisizione ed accumulo di capital gain.

Le notizie sulla redditività del centro e quelle sull'andamento dei suoi flussi di cassa, prodotti e producibili in prospettiva, costituiscono ormai una merce di per sé ed alimentano le proiezioni di capital budgeting sugli investimenti dell'impresa e sul futuro del centro correttamente concepito come un insieme coordinato di progetti.

In tale contesto, lo sviluppo dipende dalla capacità di adottare progetti di investimento che garantiscano flussi di cassa positivi ed adeguati nel corso degli anni. È in queste delicate operazioni di scelta che diventa fondamentale l'attività del CPO, il quale deve valutare ogni progetto secondo il rischio che comporta nei diversi profili: dall'incertezza degli scenari di produzione o da quella dei processi di penetrazione nel mercato del business scelto (rischio operativo), a quella delle modalità con cui i singoli progetti e l'intera attività vengono finanziati (rischio finanziario), sino alla

considerazione della solvibilità finale (rischio di default).

Ribadiamo che per il descritto insieme di ragioni, le indagini sulla struttura del capitale delle imprese, sulla loro capacità di produrre flussi di cassa positivi ed adeguati e sul complesso dei fattori che determinano l'equilibrio economico, patrimoniale e finanziario dell'unità produttiva (in una logica di capital budgeting), debbono essere rivisitate alla luce di una teoria del rischio che consideri l'impresa immersa nel mercato dei capitali.

Si impone poi, in modo ineludibile, l'esigenza di confrontare la condotta aziendale rispetto ad appropriati benchmark, acquisibili indagando le prospettive di sviluppo e innovazione del sistema delle imprese nel contesto dei settori di produzione e dei mercati finanziari.

Per l'insieme dei problemi segnalati e la crescita della complessità dei diversi ambienti, l'incorporazione dei sistemi di Fund Accounting dell'impresa e, più in generale, di Financial Management, in nuove forme di algebra contabile, rende sempre più attivi i percorsi di "analisi fondamentale" e conduce a processi di codificazione di notizie ed alla formazione di banche dati via via più complesse e sofisticate.

La raccolta di notizie organiche sulla condotta delle imprese e dei titoli da queste emessi, come pure sui fondi d'investimento e sugli strumenti finanziari gestiti, rappresenta un business a livello nazionale ed a livello internazionale e viene alimentato dalle grandi società di Rating e dai gestori di fondi.

Prende piede la diffusione di informazioni sia grezze, sia elaborate, cedute in genere quale semilavorato agli utilizzatori ed ai gestori di fondi che ne debbono compiere ulteriori elaborazioni ed interpretazioni. Le banche dati (quali ad esempio Datastream, Bloomberg e Reuters) sono così utilizzate all'interno della nuova cultura delle reti ed entrano in modo dominante nei processi di net economy.

Anche la parte pubblica, pur con passi ambivalenti, tende a schierarsi in definitiva sulla stessa posizione. Nasce a più livelli l'invito a divenire protagonisti della protezione di una risorsa ineguagliabile ed insostituibile: la produzione di informazioni affidabili concernenti lo stato di salute delle imprese e l'evoluzione del mercato. Ed è in tale prospettiva che si comincia a elaborare le carte economiche di zone industriali, distretti e comprensori produttivi.

Se, come già avvertito, dette forme di conoscenza costituiscono un presupposto essenziale per lo sviluppo ed un fattore cruciale che conduce un operatore ad avvicinarsi ad un ambiente e ad investire, devesi aggiungere che, nell'epoca della globalizzazione, i manager possono avvantaggiarsi del coordinamento delle informazioni e notizie di tipo aziendale, con altre fonti di tipo macroeconomico e di settore, al fine di interpretare adeguatamente i processi evolutivi dei sistemi, come pure di misurarne il grado di capacità competitiva.

La possibilità di accedere più facilmente e velocemente alle informazioni rende più appetibili soluzioni organizzative che consentono il raggiungimento di clienti lontani, l'approdo verso mercati dei capitali mai presi precedentemente in considerazione, possibilità di investimenti alternativi in attività mobiliari da utilizzare anche quali strumenti per reperire liquidità in maniera più snella e redditizia. Tutto ciò innova i processi di gestione, e genera un ruolo rilevante per la pianificazione finanziaria e per i soggetti che debbono organizzarla e seguirla attraverso l'operating ed il capital budgeting .

Capitolo 7 - Caratteri del processo di analisi

**Caratteri
del
processo
di
analisi**

**del
di**

Il lavoro di analisi attraversa numerose fasi che sinteticamente richiamiamo:

- 1) Identificazione legale dell'entity corrispondente al centro strategico: anagrafica (denominazione, proprietà e controllo, appartenenza a gruppi e collegamenti a imprese); identificazione del settore/i di attività
- 2) Individuazione di fattori strategici: politica economica e monetaria dei Paesi in cui si investe; attività multibusiness dell'entity; grado di globalizzazione dell'impresa; caratteri dei mercati finanziari in cui l'impresa è quotata; caratteri della concorrenza nazionale ed internazionale
- 3) Struttura di gruppo: assetto istituzionale ed organizzativo; situazione finanziaria delle controllanti, delle controllate e collegate; rapporti intersocietari; vincoli ed impegni contrattuali relativi alle obbligazioni
- 4) Formula imprenditoriale
- 5) Caratteri del management: competenze; orientamento strategico; grado di propensione al rischio
- 6) Sistema di Corporate Governance
- 7) Analisi di settore e di mercato: struttura e grado di concentrazione del settore; indicatori di settore (ROI, ROE, fatturato, tasso di sviluppo, ecc.); offerta e domanda di settore; analisi settoriale su base geografica; SWOT analysis (punti di forza e debolezza, opportunità e minacce); studio della catena del valore

dell'industria di appartenenza; vincoli (positivi, negativi) per lo sviluppo sostenibile

- 8) Principali condizioni operative e posizione competitiva: politica di marketing; la comunicazione organizzativa; quote di mercato; disponibilità di know-how; diversificazione per linee commerciali e fonti di ricavi
- 9) Indicatori di rischiosità: beta dell'equity (levered), beta dei debiti rischiosi, beta delle asset (unlevered)
- 10) Impianto di Fund Accounting

Sul piano quantitativo, l'analisi ha di norma quale primo set informativo il bilancio dell'entity, redatto secondo la normativa civilistica (anche per più annualità successive, in modo da poter operare confronti interperiodali), e tutte le rimanenti informazioni che consentono di inquadrare l'impresa all'interno di un settore di attività economica, una classe dimensionale e una collocazione geografica.

Conti dello stato patrimoniale e del risultato economico

Il bilancio viene ricondotto informaticamente ad un piano dei conti standard (all'interno del quale si possono agevolmente riconoscere tutte le voci che solitamente vengono utilizzate nella redazione pratica dei bilanci), che configura le nuove classi contabili necessarie per svolgere le analisi finanziarie oggetto d'indagine.

I criteri di riclassificazione seguiti danno vita ai seguenti conti di "Stato Patrimoniale" e di "Risultato Economico" in modo da soddisfare le esigenze della Fund Accounting.

L'enfasi dovuta alle nuove informazioni viene a compiersi proprio grazie all'analisi dei flussi dei diversi tipi di fondi.

Come già avvertito, questa implica la formazione di flussi autogenerati (gli impieghi corrispondono a costi, le fonti a ricavi). Ciascun

flusso netto autogenerato esprime l'incremento (o il decremento) del proprio fondo dovuto a cause produttive. Implica anche la formazione di flussi strutturali (gli impieghi corrispondono a decrementi, le fonti ad incrementi dovuti a cause di finanziamento o investimento).

L'analisi dei flussi strutturali è coronata pienamente da successo quando si utilizzano informazioni interne. Può avvenire solo per valori netti quando ci si avvalga di informazioni desunte esclusivamente dall'esterno e cioè attraverso il mero bilancio.

Nell'insieme si evidenziano fondi e flussi di Capitale Netto necessari per la gestione della provvista di capitale proprio; fondi e flussi di Capitale Disponibile Netto necessari per la gestione commerciale e del circolante; fondi e flussi di Capitale Disponibile Finanziario Netto necessari per la gestione del circolante finanziario; fondi e flussi di Capitale Liquido necessari per la gestione della liquidità (ottenimento dell'equilibrio finanziario in condizioni attive, vale a dire in modo tale da prefigurare uno sviluppo dell'impresa, il rinnovo dei capitali consumati, l'attribuzione di adeguate remunerazioni ai fornitori della provvista di capitale, ma soprattutto mettendo il financial manager in condizioni di suggerire scelte intelligenti di operating budgeting e di capital budgeting).

Conviene infine dire che la Cash Flow Analysis - che rappresenta il punto terminale del processo illustrato - costituisce un modello caratterizzato da una significativa armonia, capace di sfruttare appieno le grandi possibilità informative offerte da due differenti procedimenti di analisi (diretto e indiretto). Offre una gamma standardizzata di informazioni, che consentono al Financial Manager di gestire i fondi in una prospettiva di sviluppo dell'impresa e di garantire un soddisfacimento degli impegni assunti nei confronti dei fornitori della provvista di capitale. Il modello si propone anche di prefigurare nuove combinazioni della struttura dei finanziamenti dell'impresa, consentendo proficui rapporti con i finanziatori interessati alla gestione dell'impresa.

**Drivers e nuove
forme
reporting
contabile**

Nello sviluppo del processo illustrato, e particolarmente nelle sue fasi decisive, emergono numerosi strumenti ad alto valore conoscitivo e che, per la loro funzione di guida, si denominano driver del valore. Ne sono esempi il Conto del Risultato Economico per densità di potere d'acquisto, il prospetto delle Fonti e degli Impieghi di Liquidità autogenerati, il Bilancio Dinamico di Cassa, le diverse costruzioni di Free Cash Flow ottenute sia nell'ipotesi che l'impresa agisca in condizioni di stazionarietà, sia nell'ipotesi che l'impresa persegua un sentiero di sviluppo ovvero di regresso. Al riguardo significative sono le analisi dei vincoli di ricostituzione dei capitali consumati e di autofinanziamento, e quelle dei vincoli di remunerazione. Appartengono a questa famiglia di indicatori anche i vari indici di natura patrimoniale, finanziaria ed economica, sia generati da stime contabili che a valori di mercato, costruiti allo scopo di perfezionare l'elaborazione e di interpretare in via finale i risultati.

Trattasi di un imponente complesso di indicatori (margini, indici e matrici), per la costruzione del quale si integrano le informazioni tratte dall'analisi dei flussi già descritta con quelle tipiche dell'analisi più tradizionale (ad esempio indici di redditività, di composizione interna, di rotazione, di produttività, di struttura dei finanziamenti e di sviluppo).

Le varie tipologie di reporting vengono costruite seguendo anche recenti innovazioni introdotte dalle società di revisione, di consulting e di rating.

**Interpretazione
dei risultati e
valutazioni**

Il monitoraggio illustrato si propone quale guida per una corretta e precisa interpretazione dei risultati orientati verso le strategie di gestione, sia di breve periodo che d'investimento duraturo.

In particolare, si individuano i nodi corrispondenti alla politica commerciale (dilazione clienti e fornitori e gestione delle scorte), quelli inerenti alla gestione del capitale circolante, quelli riguardanti la produzione di Cash Flow ed il ruolo di questo per la politica di sviluppo

**Sintesi finale e
check up**

dell'impresa nel tempo. I confronti tra i vari indicatori (flussi di utile, di capitale disponibile netto, di capitale disponibile finanziario netto, di liquidità, ecc.), indirizzano i responsabili verso la ricerca dell'assetto patrimoniale e finanziario ottimale e delle decisioni d'investimento più convenienti per l'impresa, in termini di costo del capitale, di rendimento, di equilibrio di liquidità e di autofinanziamento.

Il metodo offre la possibilità di un'analisi pluriennale a dati comparati, permettendo all'utilizzatore di attingere un quadro complessivo di consistente spessore.

Un prospetto di sintesi finale mette in evidenza e riassume in modo sistematico tutti i parametri di salute dell'impresa.

Viene proposta una scheda riepilogativa della situazione di equilibrio patrimoniale, finanziario ed economico dell'impresa, con l'indicazione dei livelli di accettabilità e delle condizioni patologiche riscontrate.

La scoperta delle debolezze e delle disfunzioni non può non prendere le mosse dalla ricerca dei sintomi. La dinamica dei flussi di cassa consente di risalire alle difficoltà verificatesi nei diversi ambiti della gestione individuando le diverse possibili disarmonie.

È questa la ragione per cui il complessivo esame deve tradursi in un'investigazione di tutte le fisionomie di fondi impiegati dall'impresa (Capitale Netto, Capitale Disponibile Netto, Capitale Disponibile Netto Finanziario, Capitale Liquido), coinvolgente in definitiva lo stato e la dinamica dell'intero patrimonio. Invero il raggiungimento dell'equilibrio economico, finanziario e patrimoniale dipende da molteplici circostanze esterne ed interne all'impresa. Ad esso si perviene attraverso consapevoli atti di gestione che indirizzano l'impresa verso l'ottenimento dei propri fini.

Le strutture, che qui di seguito riportiamo, rappresentano efficaci strumenti per il controllo dell'equilibrio patrimoniale, economico e finanziario dell'impresa e per la sua politica di sviluppo .

I) FINANCIAL MANAGEMENT

(Equilibri patrimoniali)

1. Struttura dei finanziamenti

(Giudizi sulla tipologia e sui volumi di capitale proprio e capitale di credito)

2. Struttura degli investimenti

(Giudizi sulla tipologia e sui volumi di immobilizzazioni, disponibilità realizzabili e liquidità, coerenza con la politica d'investimento dell'impresa)

3. Equilibrio tra i fondi

(Giudizi sulla tipologia e sui volumi di CN, CDN, CDFN, CL)

4. Origine della provvista di capitale

(Tipologia di mercati e fonti di finanziamento)

II) FINANCIAL MANAGEMENT

(Equilibri economico - finanziari)

1. Condotta economica

(Efficacia dei rendimenti delle asset, efficacia dei rendimenti del capitale proprio)

2. Gestione interna del circolante non finanziario

(Efficacia della gestione delle scorte)

3. Gestione interna del circolante finanziario

(Efficacia della gestione delle vendite e degli acquisti)

4. Gestione interna della liquidita'

(Efficacia dei processi di trasformazione dei ricavi e costi in flussi liquidi)

5. Equilibri tra i flussi autogenerati

(Giudizio sull'interazione tra utile, flusso di CDN, flusso di CDFN, cash flow prodotto)

III) FINANCIAL MANAGEMENT

(Equilibri d'investimento)

1. Circuito della liquidità

(Giudizi sui fabbisogni e sulla provvista di liquidità attraverso:

- cash flow prodotto
- nuovi debiti
- nuovo capitale proprio
- disinvestimenti)

2. Politica degli investimenti

(Tensione verso lo sviluppo dimostrata da:

- free cash flow to firm
- rinnovo di capitali in condizioni di stazionarietà
- autofinanziamento)

3. Costo del debito

(Misurazione degli oneri finanziari in relazione alla rischiosità del debito)

4. Costo dell'equity

(Misurazione del tasso di rendimento levered in relazione alla rischiosità operativa e finanziaria del capitale)

5. Costo degli asset

(Misurazione del tasso di rendimento unlevered in relazione alla rischiosità operativa)

Capitolo 8- La raccolta delle informazioni ai fini della valutazione

La raccolta delle informazioni

Le informazioni più rilevanti da raccogliere concernono: a) il settore, i mercati di riferimento e la concorrenza; b) l'attività del centro commerciale quale complesso strategico; c) gli investimenti, le risorse e le expertise di cui dispone; d) i vantaggi competitivi conseguiti e la sostenibilità degli stessi nel tempo e) il business model adottato e i sistemi di gestione in atto; f) il management, l'organizzazione aziendale e la governance; g) i risultati conseguiti, i piani predisposti e le proiezioni formulate per il futuro; h) l'economia generale e gli altri fattori ambientali; i) il mercato finanziario e la dinamica delle operazioni aventi per oggetti il capitale delle aziende; j) le valutazioni formulate da analisti e da altri esperti professionali in contesti confrontabili.

L'analisi settoriale

L'analisi di settore ha per oggetto le caratteristiche della domanda, dell'offerta, dei rapporti di filiera esistenti (con particolare riguardo ai fornitori e distributori) e ha come obiettivi (i) la valutazione delle prospettive generali di redditività e di sviluppo del settore nonché dei rischi tipici, (ii) l'individuazione delle strategie aziendali coerenti con il quadro di settore e (iii) l'identificazione dei fattori critici della gestione.

Per quanto più agevole rispetto ad altre esperienze anche per un centro commerciale occorre comprendere le relazioni tra domanda ed offerta, la verifica del grado di concorrenza all'interno del settore, la stima del ciclo di vita della propria offerta, nonché la lettura delle regolamentazioni regionali e nazionali che ad ampio raggio influiscono sui gradi di libertà del centro e sull'utilità che la comunità riconosce al medesimo.

Avendo il centro commerciale una struttura complessa non può

dimenticarsi che il suo inquadramento nel sistema delle imprese dal punto di vista amministrativo, economico e tecnico, va effettuato sul piano statistico territoriale e del mix commerciale. Per l'Italia il posizionamento statistico è al momento assai difettoso. Un suo inquadramento dovrà comunque svilupparsi all'interno della classificazione ATECO. Questa classificazione possiede oggi caratteristiche innovative e precipue rispetto alle precedenti versioni ed è compatibile con le esigenze degli studi di settore. Infatti, se ci si limita alla quinta cifra elaborata dall'Istat, molte delle attività economiche soggette agli studi di settore perdono la propria identità, andando a confluire in altri codici e, in alcuni casi limite, anche in settori diversi. Attraverso l'utilizzo della sesta cifra, nella maggior parte dei casi si è riusciti a correlare le molteplici le attività nell'ambito dei rispettivi studi di settore. Diverrà possibile una lettura della dimensione aziendale in termini di valore della produzione, parametro necessario per i confronti con i dati del sistema delle Camere di Commercio IAA italiane.

Ai fini della raccolta di notizie interessanti la politica economica dei centri commerciali conviene classificare i settori come segue: Agricoltura, Commercio, Industria manifatturiera e Servizi. L'industria manifatturiera si divide in Industria in senso stretto; Costruzioni; Industria energetica. L'industria in senso stretto è rappresentata da industria estrattiva; industria alimentare; industria tessile; industria del legno e sughero; industria della carta, editoria e stampa; industria del petrolio, chimica e gomma; industria del marmo, graniti e vetro; industria metallurgica; industria meccanica; industria manifatturiera in generale.

I microsettori sono invece suddivisioni omogenee per tipologia produttiva, volumi di immobilizzazioni e mercati e sono composti da imprese in competizione tra loro.

La definizione di settore appare piuttosto problematica per la complessità del fenomeno osservato e per il fatto che si sono stratificati diversi contributi accademici che non hanno condotto ad una conclusione univoca

sulla definizione.

La letteratura economica tradizionale definisce il settore in funzione della tipologia di bene prodotto. In altri termini un insieme di imprese che offrono prodotti e servizi i quali presentino una elevata elasticità incrociata della domanda fanno parte del medesimo settore.

Questo tipo di approccio si rivela però molto spesso limitato e comunque troppo rigido e questi limiti vengono evidenziati soprattutto quando si tratta di applicare concretamente il criterio dell'elasticità incrociata alla realtà del mondo moderno. Inoltre questo approccio porta con sé il pericolo di una visione troppo miope della competizione.

Oggi, in molti casi, sia i fattori di omogeneità dell'offerta che quelli della domanda sono soggetti a mutamenti molto rapidi. Ciò comporta che un approccio rigido e statico di analisi del settore possa compromettere a bontà dell'analisi stessa. Questi limiti hanno spinto gli studiosi alla ricerca di criteri meno rigidi e più efficaci.

Lo studio della struttura di un settore rappresenta un momento fondamentale nell'analisi dell'ambiente. L'importanza di questa analisi è stata particolarmente sottolineata dagli autori appartenenti a quel filone di studi che prende il nome di economia industriale, che ha fatto del noto paradigma "Struttura-Condotto-Performance" uno dei suoi assunti fondamentali .

Si sente l'esigenza di inquadrare il centro commerciale quale complesso strategico dal punto di vista del suo core business e degli interessi dei suoi promotori e fondatori. In tal senso il centro commerciale è un contenitore dinamico che guida al successo una miriade di operatori minori il cui compito è produrre servizi per i consumatori. La difficoltà di riconoscimento del contenitore dinamico e quella della separazione dallo stesso delle imprese ospitate (concessionarie degli spazi) ha condotto ad un'enfasi di ricerche ed investigazioni di tipo professionale fortemente orientate sul profilo ingegneristico/immobiliare lasciando in ombra quello commerciale

distributivo e gestionale.

Invece i caratteri d'insieme e la particolare dinamica produttiva che emerge osservando il complesso delle attività ed il loro coordinamento si collega alla teoria del rischio e dell'incertezza e chiarisce la direzione di marcia del centro. Tali fattori non possono essere chiamati in causa solo in taluni momenti obbligati come quando la struttura deve essere assoggettata a valutazione. In realtà nessuna consapevole valutazione può avvenire prescindendo da un'appropriata integrazione di tutte le componenti.

Un sistema di fondi e flussi di potere d'acquisto s'impone quale strumento sistematico di rilevazione e d'analisi; in particolare poi è essenziale che sia introdotta in modo sistematico nell'ordinamento del centro e soprattutto nell'interesse del CFO di questo la metodologia della cash flow analysis (con determinazione del cash flow via via prodotto, con l'analisi del FCF e delle categorie concettuali complementari ad esso, tra cui la problematica dei vincoli di remunerazione e di ricostituzione).

Prima guida

Verso il "Magazzino di forze del valore". Individuazione degli Investimenti strategici, del CCN# Cassa, della Posizione Finanziaria netta. Distinzione tra debiti ad interesse implicito e a interesse esplicito.

Stato Patrimoniale

<u>Investimenti</u>	Capitale netto (sua struttura)
Attività immobilizzate	Capitale sociale
✚ Immateriali	Riserve
✚ Materiali	Fondi particolari
✚ Partecipazioni strategiche	Utile/perdita d'ercizio
C.C.N. # cassa	Posizione finanziaria netta
❖ Scorte attive	❖ Debiti di finanziamento a lungo
❖ Crediti di funzionamento	❖ Debiti di finanziamento a breve
meno	❖ Fondi rischi di natura finanziaria
❖ Scorte passive	❖ Fondo TFR
❖ Debiti di funzionamento	meno
	❖ Crediti di finanziamento a lungo
	❖ Crediti di finanziamento a breve
	❖ Titoli e partecipazioni non strategiche
	❖ Cash e cash equivalent

Si transiterà dal conto del risultato economico con costi e ricavi della produzione del periodo alla struttura del conto del risultato economico tipico della *fund accounting* e cioè al conto con costi, ricavi e variazioni. Questo è agevolmente ottenibile da quella ufficiale; rende possibile la determinazione del cash flow autogenerato e la messa punto della strategia che conduce a definire i vincoli di ricostituzione dei capitali sacrificati e dei vincoli di remunerazione degli stakeholders. Inoltre conduce alla rappresentazione del conto del risultato economico per densità di potere generico d’acquisto (*strutture flow and fund accounting*).

Il Conto del risultato economico con costi, ricavi e variazioni organizza le varie classi di ricavi e costi per fondi essenziali (o scorte in senso lato). Evidenzia aggregati di cui la contabilità generale d’esercizio possiede il dispositivo, ricorrendo a poche riclassificazioni aggiuntive. Sono i seguenti:

- a) Ricavi finanziari; Costi finanziari
- b) Ricavi non finanziari a breve; Costi non ricavi finanziari a breve
- c) Ricavi di capitali permanenti; Costi di capitali permanenti

Detti blocchi di ricavi e costi possono essere raccolti e manipolati in modo vario secondo le diverse esigenze (ricavi e costi della produzione complessiva, della produzione ordinaria, caratteristica; ricavi e costi per unità di *business*, ecc.).

Si pone l’operatore di fronte al fenomeno dei vincoli di ricostituzione. Infatti tutto ciò che si colloca nella sezione dare del conto, esprime consumo di fondi o scorte; tutto ciò che si colloca nella sezione avere del conto esprime ricostituzione di quei fondi o scorte.

Conto del Risultato economico con costi, ricavi e variazioni

Costi	Ricavi
Costi finanziari *	Ricavi finanziari
Costi d'acquisto	Ricavi di vendita
Retribuzioni al personale	Svalutazione crediti
Assicurazioni sociali	Altri ricavi e proventi
Costi di servizi vari	Plusvalenze da realizzo su immobilizzazioni
Imposte e tasse	Interessi attivi e dividendi
Perdite su cambi	Utili su cambi
Altri costi finanziari (straordinari)	Altri ricavi finanziari (straordinari)
Svalutazioni titoli	
Svalutazione crediti finanziari	
Svalutazioni partecipazioni non immobilizzate	
Costi non finanziari a breve termine	Ricavi non finanziari a breve termine
Variazione materie (-)	Variazione materie (+)
Variazione clienti c/anticipi (+)	Variazione clienti c/anticipi (-)
Variazione fornitori c/anticipi (-)	Variazione fornitori c/anticipi (+)
Variazione lavori in corso, semilav e prodotti finiti (+)	Variazione lavori in corso, semilav. e prodotti finiti (-)
Variazione risconti attivi (-)	Variazione risconti attivi (+)
Variazione risconti passivi (+)	Variazione risconti passivi (-)
Svalutazione disponibilità non finanziarie	
Costi di capitale permanente	Ricavi di capitale permanente
Ammortamenti	Prodotti per uso interno
Accantonamenti a fondi rischi	Rivalutazioni immobilizzazioni materiali ed immateriali
Quote TFR	Rivalutazioni immobilizzazioni finanziarie
Perdite di realizzo su immobilizzazioni	
Svalutazioni immobilizzazioni materiali ed immateriali	
Svalutazioni immobilizzazioni finanziarie	
Utile netto d'esercizio prima degli interessi e delle imposte (Ricavi - Costi*)	
Oneri finanziari	

Utile netto d'esercizio dopo gli interessi e prima delle imposte	

-	
Imposte sul reddito	

Utile netto d'esercizio dopo gli interessi e dopo le imposte	

Si noti per inciso che *l'utile netto* (complessivo, ordinario, caratteristico, ecc.) *prima degli interessi* e delle imposte costituisce una delle categorie più significative fra tutte quelle costruibili, in quanto indica la capacità dell'impresa di produrre reddito indipendentemente dalle modalità con cui è ottenuta la sua provvista di capitale. Sia che la struttura dei suoi finanziamenti sia ideale (corretto rapporto tra capitale proprio e di credito,

Terza guida

normale onerosità del capitale di credito) sia che questa appaia anomala o patologica, l'utile prima degli interessi non è influenzato *direttamente* da tale circostanza ed esprime costantemente la forza di reddito insita negli investimenti (o attività) dell'impresa.

Flussi di capitale liquido

flussi strutturali di liquidità

TAVOLA DEI FLUSSI STRUTTURALI

1° Parte : Movimenti di Capitale Disponibile Netto

<i>IMPIEGHI DI LIQUIDITA'</i>	<i>FONTI DI LIQUIDITA'</i>
1. Incrementi di Prestiti attivi, Titoli, Crediti diversi e simili. I_{DF}^L	1. Decrementi di Prestiti attivi, Titoli, Crediti diversi e simili. D_{DF}^L
2. Decrementi di Prestiti passivi, Banca c/c passivo, obbligazioni in circolazione, Erario c/IVA (a debito). D_{EF}^L	2. Incrementi di Prestiti passivi, Banca c/c passivo Erario c/IVA (a credito). I_{EF}^L
Saldo: <i>Var L</i> (per movimenti di C.D.N.) > 0	Saldo: <i>Var L</i> (per movimenti di C.D.N.) < 0

2° Parte : Movimenti di Immobilizzazioni

<i>IMPIEGHI DI LIQUIDITA'</i>		<i>FONTI DI LIQUIDITA'</i>	
1. Incrementi di immobilizzazioni materiali tecniche	I_{IMT}^L	1. Decrementi di immobilizzazioni materiali tecniche	D_{IMT}^L
2. Incrementi di immobilizzazioni materiali varie	I_{IMV}^L	2. Decrementi di immobilizzazioni materiali varie	D_{IMV}^L
3. Incrementi di immobilizzazioni immateriali tecniche	I_{IIT}^L	3. Decrementi di immobilizzazioni immateriali tecniche	D_{IIT}^L
4. Incrementi di immobilizzazioni immateriali varie	I_{IIV}^L	4. Decrementi di immobilizzazioni immateriali varie	D_{IIV}^L
5. Incrementi di partecipazioni	I_P	5. Decrementi di partecipazioni	D_P
6. Incrementi di mutui attivi	I_M	6. Decrementi di mutui attivi	D_M
Saldo : <i>Var L</i> (per movimenti in immobilizzazioni) > 0		Saldo : <i>Var L</i> (per movimenti in immobilizzazioni) < 0	

3° Parte : Movimenti di Passività consolidate

<i>IMPIEGHI DI LIQUIDITA'</i>		<i>FONTI DI LIQUIDITA'</i>	
Decrementi di passività consolidate.	D_{PC}^L	Incrementi di passività consolidate.	I_{PC}^L
Saldo: <i>Var L</i> (per movimenti in passività consolidate) > 0		Saldo: <i>Var L</i> (per movimenti in passività consolidate) < 0	

4° Parte: Movimenti di Capitale proprio

<i>IMPIEGHI DI LIQUIDITA'</i>	<i>FONTI DI LIQUIDITA'</i>
Rimborsi di capitale: versamento di capitale a soci uscenti, acquisto di azioni proprie Erogazione di redditi ai soggetti aventi titolo: azionisti, amministratori, dirigenti, $D'_{Nd}{}^L$ associati in partecipazione; $D''_{Nd}{}^L$ erogazione delle imposte sui redditi $D'''_{Nd}{}^L$	Apporti di capitale proprio: nuovi conferimenti, incasso di crediti per capitale richiamato (comprendono tutte le poste di apporto: capitale sociale, fondi particolari, vendita di azioni proprie) $I_{Nd}{}^L$
Saldo: $Var L$ (per movimenti di capitale proprio) > 0	Saldo: $Var L$ (per movimenti di capitale proprio) < 0

I prospetti precedenti debbono intendersi esemplificativi dei molteplici casi che possono presentarsi.

IL CASH FLOW AUTOGENERATO

Metodo diretto

La trasformazione di R_f e di C_f in entrate di liquidità ed uscite di liquidità avviene ricorrendo, per ciascuna classe di ricavo e di costo, all'appoggio delle rispettive contropartite di crediti di funzionamento ($C_{FUNZ.}$) e di debiti di funzionamento ($E_{FUNZ.}$)

In merito si ricordi che il metodo usato per costruire il conto del Risultato Economico in forma canonica ci assicura che i R_f comprendono anche le somme incassate in anticipo (e cioè quelle dipendenti da Clienti c/anticipi e Risconti passivi); ed i C_f comprendono anche le somme pagate in anticipo (e cioè quelle

$$[VAR L_{RE} = R^L - C^{*L} = [R_f - (I_{C_{FUNZ}} - D_{C_{FUNZ}})] - [C_f - (I^*_{E_{FUNZ}} - D^*_{E_{FUNZ}})]$$

La precedente esprime il flusso di cassa autogenerato prima degli interessi e prima delle imposte sul reddito.

Metodo indiretto

Il metodo indiretto, anziché operare in modo sottrattivo sulle varie classi di ricavi e costi per portarle ad esprimere movimenti di cassa, opera in modo additivo sull'utile, al quale vengono gradualmente aggiunti algebricamente i costi e detratti i ricavi che non corrispondono a movimenti di cassa. Quindi, il procedimento non può condurre a mostrare le "singole" entrate ed uscite autogenerate di liquidità, per quanto si sviluppi l'analisi in modo da pervenire ad informazioni equivalenti a quelle che si ottengono col metodo diretto. Nell'uso degli analisti finanziari questo metodo determina un valore aggregato che, al termine del processo di addizione (e soltanto nel suo momento terminale estremo), esprime tutta la cassa prodotta dal processo di formazione del reddito. Ogni stadio aggregato, precedente l'ultimo, può avere ovviamente un significato in rapporto all'ordine delle poste considerate.

Esiste, pertanto, una possibilità di collegamento tra questa analisi e quella indiretta di determinazione della *VAR C.D.N.RE.* Poiché il procedimento è additivo e appare logico partire dall'utile sommando ad esso i comparti B_3 e A_3 , se ne ha come conseguenza che l'analisi della *VAR C.D.N.RE.* ne viene a costituire un gradino precedente, dal quale si possono prendere le mosse per portarsi verso le addizioni successive, sino ad esprimere l'intera trasformazione dei componenti del risultato economico in movimento di cassa.

Sappiamo anzi che, adottando la struttura canonica del risultato economico, la seguente addizione:

$$U + (B_3 - A_3) + (B_2 - A_2)$$

ha per effetto di mostrare il flusso di capitale finanziario a breve

autogenerato. Questa circostanza è degna di essere considerata in quanto si procede in forma aggregata.

Facendo uso dei simboli che esprimono il rapporto tra costi, ricavi e relativi fondi, avremo:

$$VAR L_{RE} = R^L - C^L = U + Of + \underbrace{(C_{cp} - R_{cp}) + (C_{nfb} - R_{nfb}) + (I_{EFunz}^* - D_{EFunz}^*) + (I_{CFunz} - D_{CFunz})}_{VAR C.D.N^*.RE} + \underbrace{\hspace{10em}}_{VAR C.D.F.N^*.RE}$$

L'applicazione di quanto sin qui detto conduce, insomma, ad associare ai costi e ricavi finanziari i soli movimenti nei crediti e nei debiti commerciali, nei ratei attivi e passivi ed un'ampia costellazione di poste contabili che possiedono un legame con detti conti. Il meccanismo illustrato non separa in modo categorico dai costi e ricavi finanziari e, quindi, dal procedimento di rettifica, costi e ricavi straordinari, perdite e profitti straordinari (in quanto possiedano un'effettiva natura finanziaria) e le loro contropartite elementari. Ciò anche per il fatto che spesso i componenti straordinari sorgono quale ultimo anello di una catena che si riconnette direttamente a componenti ordinari.

Si pensi, quale esempio significativo, al caso delle perdite su crediti per mostrare come la trasformazione in cassa di un ricavo di vendita debba abbracciare anche tale circostanza. Tuttavia, è certamente possibile organizzare il processo di rettifica in modo da esprimere flussi di cassa autogenerati distintamente dipendenti da componenti caratteristici, accessori, e straordinari.

Devesi anche riflettere sul fatto che i flussi di cassa, pur scaturendo da un calcolo, compiuto ex-post o ex-ante, relativo ad un certo periodo di tempo (esprimono, infatti, cassa entrata oppure uscita in quel periodo) danno vita a componenti che possiedono una "competenza" slegata dal periodo

Quarta guida

amministrativo. Nel comparto autogenerato a ricavi di vendita nulli di un esercizio possono corrispondere ricavi incassati (riconosciuti a quel medesimo esercizio) considerevoli se $D_{CFunz} > I_{CFunz}$. Parimenti a costi d'acquisto nulli possono corrispondere nel medesimo esercizio, costi pagati considerevoli qualora $D_{EFunz} > I_{EFunz}$.

Il Conto del risultato economico per densità di potere generico d'acquisto

Il risultato ottenuto riceve un'ulteriore enfasi per la circostanza di poter creare una connessione (assolutamente non prevista dalla teoria precedente) tra il Conto del Risultato economico con costi, ricavi e variazioni (nell'ultima struttura a cui abbiamo fatto riferimento) e la *Cash flow analysis*.

Se si interpretano i ricavi finanziari come somma tra ricavi finanziari incassati e non incassati e i costi finanziari come somma tra costi pagati e costi non pagati, si ha un effetto di non lieve momento: (a) da un lato si accresce l'analisi a livello di fondi o scorte (infatti emergono fonti ed impieghi di capitale liquido e non liquido generati dalla produzione; (b) dall'altro si scopre che il divario tra ricavi finanziari e costi finanziari non liquidi altro non è che il movimento di crediti e debiti di funzionamento spiegato anch'esso quale movimento di fondi o scorte. Ma soprattutto si crea l'innesto, nel Conto dimostrativo del risultato economico, del *cash flow* prodotto, per cui la dimostrazione del processo di formazione dei costi e ricavi per competenza viene ad accogliere nel suo seno anche quella per cassa.

Tale Conto che, quindi, scinde le poste dei ricavi e costi finanziari in componenti interne (separando quelle liquide da quelle non liquide) perviene al risultato di esprimere le fonti e gli impieghi autogenerati di tutti i fondi e scorte essenziali consentendone la classificazione per densità di potere generico d'acquisto. Esprime, quindi, il più alto contributo della *Fund Accounting* alla genesi del valore.

Conto del Risultato economico per classi (densità) di potere generico d'acquisto		
Costi finanziari pagati * ¹	C^L	Ricavi finanziari riscossi R^L
Costi finanziari non pagati *	C'_{fnl}	Ricavi finanziari non riscossi R'_{fnl}
Costi non finanziari a breve	C_{nfb}	Ricavi non finanziari a breve R_{nfb}
Costi di capitale permanente	C_{cp}	Ricavi di capitale permanente R_{cp}
Utile netto d'esercizio prima degli interessi e delle imposte		
	U^{OP}	
Oneri finanziari		
	O_f	
Utile netto d'esercizio dopo gli interessi e prima delle imposte		
	U	
Imp. sul red.		
	$\tau_c U$	
Utile netto d'esercizio dopo gli interessi e dopo le imposte		
	$U \text{ distribuibile}$	

¹ I costi stellati esprimono valori prima degli Interessi

Bilancio dinamico di CL

RI	Liquidità iniziale	L_t	I	Incrementi di attività realizzabili ¹	I_{DR}
F O N T I S	Decrementi di attività realizzabili ¹	D_{DR}	M	Incrementi di attività immobilizzate ²	I_I
	Decrementi di attività immobilizzate ²	D_I	P	Decrementi di passività a breve ³	D_B
	Incrementi di passività a breve ³	I_B	I	Decrementi di passività consolidate ⁴	D_{PC}
	Incrementi di passività consolidate ⁴	I_{PC}	E	Decrementi diretti di netto (rimborsi) ⁵	D'_{Nd}
	Incrementi di capitale netto (apporti) ⁵	I_{Nd}	G	Remunerazione degli <i>stakeholders</i> in forma liquida	
F O N T I	Ricavi finanziari riscossi	R^L	H	- Dividendi pagati	Div^L
	Ricavi caratteristici incassati (ricavi di vendita ed altri ricavi)		I	- Imposte sul reddito pagate	IMP^L
	Ricavi complementari incassati (dividendi, interessi, ecc)		I	- Oneri finanziari pagati	O_f^L
	Ricavi accessori incassati (fitti)		M	Costi finanziari pagati	C^L
	Ricavi straordinari incassati (profitti)		P	Costi di materie e merci pagati	
			E	Retribuzioni al personale pagate	
			G	Assicurazioni sociali pagate	
			H	Costi di servizi pagati	
			I	Imposte e tasse pagate	
			I	Altri costi pagati	
			RF	Liquidità finale	$L_{(t+1)}$

¹ Cassa entrata od uscita per operazioni concernenti titoli disponibili, prestiti attivi a breve, crediti diversi a breve. Trattasi della cassa corrispondente ai soli valori capitali (variazioni permutative) i quali, come tali, non transitano per il conto del risultato economico.

² Cassa entrata per nuovi investimenti o uscita per disinvestimenti di immobilizzazioni materiali o immateriali e di immobilizzazioni di finanziamento (quote capitali).

³ Cassa entrata od uscita per operazioni concernenti passività bancarie e

prestiti passivi a breve (quote capitali).

⁴ Cassa entrata ed uscita per operazioni concernenti passività consolidate d'ogni tipo (quote capitali), ivi compresi i pagamenti di pensioni e liquidazioni al personale.

⁵ Cassa entrata ed uscita per nuovi apporti di capitale, rimborsi di capitale

La rappresentazione è nella versione "prima degli interessi e prima delle imposte".

L'analogia rappresentazione "dopo gli interessi e prima delle imposte" colloca gli oneri finanziari pagati tra gli impieghi autogenerati.

Fonte: schema ripreso da FANNI M., *Manuale di Finanza dell'impresa*, 2000, pag. 100.

Capitolo 9 - La valutazione del centro commerciale quale complesso strategico

La valutazione del centro commerciale quale complesso strategico

La valutazione dei centri commerciali ha ricevuto consistenti apporti metodologici accompagnati da verifiche sperimentali, data la rilevanza degli investimenti condotti e gli interessi suscitati sia dal centro commerciale inteso come complesso strategico a disposizione degli investitori/fondatori, sia dalle unità ospitate al suo interno. Di certo la straordinaria attività di promozione che i centri commerciali praticano accresce la loro notorietà e questa si proietta oltre i confini regionali e talora nazionali alimentando ulteriori enfasi che si riflettono anche nei processi di analisi e nella messa a punto di procedure di apprezzamento del valore.

In questo studio ci limiteremo a considerare la stima del centro commerciale inteso come complesso strategico. La stima del valore delle attività ospitate avviene con criteri analoghi, ma si declina in maniera diversa per le distinte caratteristiche di quelle gestioni. S'intende che ogni singola impresa operante all'interno del centro pur possedendo una propria autonomia risente della protezione assicurata dagli investitori/fondatori del centro. Il successo ed il valore delle iniziative ospitate e contrattualmente definite verranno dunque considerate solo nella misura in cui entrano in gioco per il buon fine dei contratti stipulati ed in tale veste abbiano un ruolo per assicurare la continuità e la redditività della complessiva struttura. Prescinderemo dunque dall'illustrazione di metodi di analisi del valore di queste attività. Per esse valgono i principi generali di stima ed in generale come per la valutazione del complesso strategico è opportuno ricorrere all'applicazione del DCFM.

Con riferimento al complesso strategico dei centri commerciali le metodologie di valutazione vengono così configurate:

- Market Comparison Approach, viene presentato come un criterio di mercato per comparazione, basato sulla rilevazione sia del prezzo che delle molteplici caratteristiche possedute dalle strutture del centro e sulla comparazione col valore di beni ritenuti analoghi (si tratta di un metodo rientrante nella logica delle c.d. opzioni reali);
- Income Capitalization Approach, viene presentato come un metodo di matrice economico-finanziaria che si fonda sulla capacità del complesso di generare reddito. E' l'equivalente del metodo di valutazione fondato sulla capitalizzazione dei redditi ben noto alla dottrina contabile; l'applicazione di tale metodo può avvenire per:
 - Capitalizzazione diretta (direct capitalization),
 - Capitalizzazione finanziaria (yield capitalization),

La capitalizzazione diretta converte in modo diretto il reddito del complesso strategico nel valore di stima, dividendo il reddito annuo per un saggio di capitalizzazione, oppure moltiplicandolo per un fattore (Gross Rent Multiplier) che esprime il numero di volte per il quale il valore è maggiore del reddito del complesso strategico medesimo. Nella pratica professionale si preferisce dividere per il saggio che applicare il Gross Rent Multiplier. Il fattore o moltiplicatore è calcolato dividendo il prezzo di vendita sperato per l'insieme dei ricavi finanziari o per il reddito annuale potenziali del centro.

Il criterio trova applicazione attraverso uno schema economico-finanziario per il quale si prevedono essenzialmente la serie dei redditi del complesso strategico, il saggio di capitalizzazione e la durata.

Il saggio di capitalizzazione, definito come yield, non è una grandezza naturale espressa spontaneamente dal mercato, e può essere calcolato in

diversi modi: un metodo è derivante dalla ricerca sul mercato del rapporto tra il reddito immediato proveniente dal canone di locazione e il valore o prezzo delle strutture, o una media di queste. Il rendimento può essere calcolato al lordo, in questo caso si parla di gross yield, o al netto dei costi operativi, e si parla di net yield. In ogni caso si deve tener conto della localizzazione, della destinazione, della tipologia e della dimensione della struttura.

Il metodo dell'analisi del flusso di cassa scontato

Il metodo dell'analisi del flusso di cassa scontato ^(*) tiene conto dei due elementi critici di ogni analisi del valore: il tempo e l'incertezza. Il fattore tempo viene preso in considerazione nel processo di attualizzazione, rendendo omogenei e confrontabili ad una certa data flussi di cassa che si manifestano in periodi diversi. Il fattore rischio viene preso in considerazione nel processo di determinazione del tasso di sconto, il quale, deve essere coerente con il rischio.

Gli elementi necessari per la valutazione del complesso strategico sono i flussi di cassa autogenerati e strutturali, la stima del valore finanziario del tempo, e la considerazione dell'appartenenza del complesso strategico ad una ben definita classe di rischio operativo. Altri aspetti necessari sono poi la considerazione del rischio finanziario che il centro subisce se attinge a capitale di credito la qual cosa produce la lievitazione del tasso di rendimento coerente con il rischio che gli investitori/fondatori legittimamente desiderano. Ciò significa che incrementandosi la volatilità dei rendimenti non potranno accontentarsi del tasso di rendimento unlevered, pena la perdita di valore patrimoniale del loro investimento.

Qualora poi il complesso strategico, a causa dell'eccessivo rapporto di leverage, perdesse merito di credito gli investitori/fondatori dovrebbero

^(*) Sull'argomento seguiamo lo sviluppo del metodo ed i ragionamenti contenuti in Maurizio Fanni, ANALISI FONDAMENTALE ED EFFICIENZA VALUTATIVA. UN'INTERPRETAZIONE DEI "DRIVER" DEL VALORE ALLA LUCE DEL PENSIERO DI J. TOBIN, relazione ufficiale al VI Convegno Prolatino, Sao Paulo 12-13 luglio 2002;; Teoria del Valore, Convegno di Ca 'Tron, Treviso 2003; Francesca Bernè, Logica del valore e processo di Pricing, Giuffrè 2005.

prendere atto dell'inizio di un declino colmabile solo attraverso la produzione di un più alto flusso di cassa libero corrispondente a nuovi investimenti e capitalizzazioni dell'attività.

Il metodo in discorso corrisponde al cuore della finanza dell'impresa, e consente di comprendere la natura delle operazioni di investimento che vengono compiute dai diversi operatori. In ciascuna operazione di investimento, ogni soggetto intende acquisire il futuro flusso di rendimenti prodotto da un'attività. Non è l'attività in sé a costituire oggetto d'interesse, bensì si tratta di ottenere quella corrente di rendimenti che l'attività è in grado di generare dal momento dell'acquisizione, sino al più lontano futuro. Il prezzo che viene corrisposto dall'acquirente è dunque nient'altro che il valore attuale della corrente di rendimenti che si giudica di poter ricevere in futuro. Se l'acquirente, compiuto l'intervento, mantiene l'investimento per n anni ed al termine di detto periodo procede alla cessione dell'attività, il nuovo acquirente non farà altro che acquistare i futuri rendimenti che si produrranno da quel momento in avanti.

La moderna teoria ha precisato i termini dell'applicazione di detto metodo, stabilendo: a) che i flussi che si manifestano nei successivi periodi di tempo debbono essere attentamente analizzati al fine di scoprirne la rischiosità; b) che il processo di attualizzazione dovrà avvenire impiegando, periodo per periodo, tassi di sconto coerenti con il rischio che grava sui flussi a cui sono connessi; c) che se il processo di attualizzazione si riferisce ad un'impresa a vita definita dovranno essere attualizzati i flussi periodici ed il Terminal Value (valore attuale di flussi perpetui); d) che se lo stesso si riferisce ad un'impresa oggetto di stima per fini di cessione sarà necessario procedere all'attualizzazione, oltre che della corrente di rendimenti, anche di un Terminal Value (valore attuale di flussi perpetui).

La metodologia seguita ci consente di affermare che fino a che un'impresa non è liquidata o ceduta il suo valore si ottiene attualizzando tutti i suoi futuri *Free cash flow* operativi (dopo le imposte) ed il Terminal

Value teorico sulla base di tassi coerenti con il rischio.

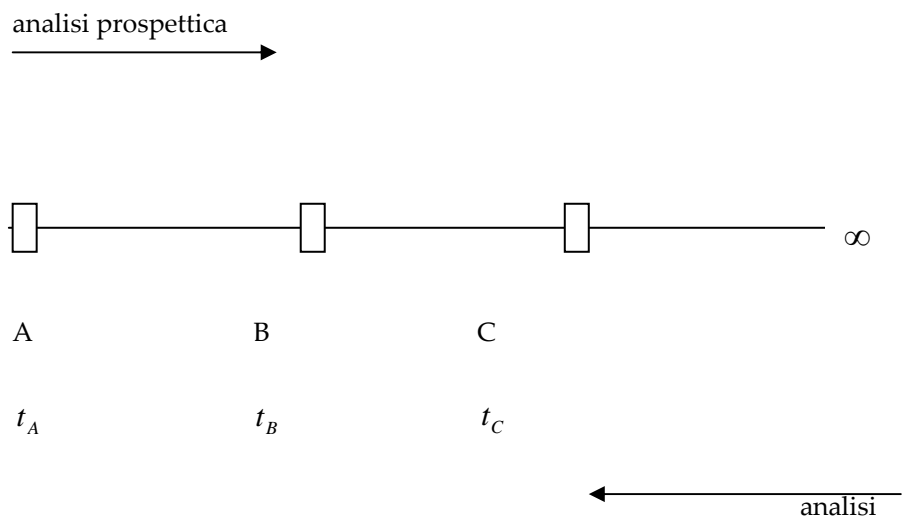
Perché si deve parlare di flussi perpetui? Si consideri che per un singolo investitore in azioni od obbligazioni i flussi attesi consistono nei rendimenti liquidi (dividendi o interessi) cui deve aggiungere il valore di cessione del titolo. Tuttavia il valore di cessione, che l'investitore in discorso riceverà, dipende dai futuri e perpetui rendimenti liquidi che l'acquirente del titolo si attende. E così accadrà in occasione di tutti gli scambi; così sarà per tutti i futuri acquirenti.

Se ci riferiamo ad una generica impresa nel suo insieme, conviene immaginare che questa costituita in t_A sia ceduta in t_B . Allora il valore dell'impresa in t_A sarà dato dal valore attuale dei flussi generatisi nell'intervallo tra t_A e t_B più il valore attuale in t_A del *terminal value* stimato in t_B che indichiamo con B. Ma questo a sua volta sarà pari al valore attuale di tutti i futuri flussi perpetui.

Lo stesso ragionamento potrà ripetersi per il legame tra B e C se s'immagina che l'impresa sarà nuovamente ceduta in t_C (e così via).

Si veda il seguente grafico.

L'impresa ed il *going concern principle*



retrospettiva

Parimenti in termini retrospettivi può scriversi:

VALORE DI C = valore attuale in t_C di flussi perpetui (da t_C in avanti)

VALORE DI B = valore attuale in dei flussi periodali generatesi da t_B a t_C più
il valore attuale in t_B del *terminal value* (C)

VALORE DI A = valore attuale in t_A dei flussi periodali generatesi da t_A a t_B
più il valore attuale in t_A del *terminal value* (B)

Va da se che, in chiave previsionale, l'analisi prospettica domina su quella retrospettiva. Non è possibile che l'analista stimi i rendimenti, ad esempio, da t_C in avanti ignorando che cosa è avvenuto nell'intervallo tra t_B e t_C . Se, ad esempio, in detto intervallo, si è verificato un apporto di capitale proprio o di capitale di credito, ciò presumibilmente avrà influito sui rendimenti futuri, e forse sulla loro rischiosità, e di ciò si dovrà tener conto.

La discussione proposta getta ulteriore luce sul ruolo dell'efficienza valutativa e sulle ragioni, per le quali, su un mercato efficiente, il valore di capitalizzazione dei titoli emessi dall'impresa, in qualunque momento, non deve scostarsi dai suoi fondamentali.

L'innesto della *Cash flow analysis* nel processo di valutazione conduce alla conoscenza dei flussi di liquidità ed alla loro previsione

- a) sul versante della domanda di liquidità da parte del centro commerciale
- b) sul versante dell'offerta di liquidità da parte degli *stakeholders*

Il circuito della liquidità, [CL] esteso sull'orizzonte di vita del centro, si

specifica come segue:

[A]

$$\left(\sum_{t=0}^n VAR L_{RE}^{OP} - \sum_{t=0}^n Imp \right) - \sum_{t=0}^n VAR INV - \sum_{t=0}^n Var cassa + \sum_{t=0}^n I_{CN} + \sum_{t=0}^n I$$

[B]

$$= \sum_{t=0}^n Div + \sum_{t=0}^n O_f + \sum_{t=0}^n D_{CN} + \sum_{t=0}^n D_{CC}$$

con:

$VAR L_{RE}^{OP}$ = *Operating cash flow*

Imp = imposte sul reddito pagate

$VAR INV$ = variazione negli investimenti (uscite di cassa – entrate di cassa per investimenti)

I_{CN} = incrementi diretti di capitale netto

I_{CC} = incrementi di capitale di credito

$Var cassa$ = variazione della scorta minima di cassa

Div = dividendi pagati

O_f = oneri finanziari pagati

D_{CN} = decrementi diretti del capitale netto

D_{CC} = decrementi del capitale di credito

Il primo membro [A] soddisfa le condizioni del circuito della liquidità da parte dall'impresa: la liquidità entra in quanto prodotta dall'impresa, ovvero trasferita dall'esterno al suo interno (ciò va misurato

al netto delle imposte ed al netto della cassa uscita per l'attività di produzione o investimento).

Il secondo membro [B] della relazione soddisfa le condizioni del circuito della liquidità da parte dai finanziatori: la liquidità esce in quanto destinata ai finanziatori sotto forma di dividendi, interessi, rimborsi di capitale proprio e di credito.

L'attualizzazione, sulla base di tassi di rendimento coerenti con il rischio (operativo, finanziario, di *default*) sistematico, di necessità variabili nel tempo, dei flussi sia del primo membro (logica dell'impresa), sia del secondo membro (logica dei finanziatori) conduce ad apprezzare nei vari momenti del complessivo percorso economico dell'impresa il contributo della stessa produzione del valore.

L'attualizzazione, sulla base di tassi di rendimento coerenti con il rischio (operativo, finanziario, di *default*) sistematico, di necessità variabili nel tempo, dei flussi sia del primo membro (logica dell'impresa), sia del secondo membro (logica dei finanziatori) conduce ad apprezzare nei vari momenti del complessivo percorso economico dell'impresa il contributo della stessa produzione del valore.

La formula del valore in precedenza riportata, costituisce una delle più espressive rappresentazioni della strategia dell'impresa (primo membro) e di quella dei finanziatori (secondo membro).

Ai fini delle applicazioni, la formula deve essere costruita esercizio per esercizio, e quantificata attraverso previsioni attendibili, coerenti con le attese di sviluppo dell'impresa.

Il primo membro, mette in evidenza il Cash Flow prodotto prima degli interessi e delle imposte (ricavi incassati-costi pagati) che poi viene trasformato in Cash Flow dopo le imposte. Il significato di questa rappresentazione sta nel presupposto che detto Cash Flow dipenda direttamente dallo sforzo compiuto dall'impresa nella sua politica di

investimento. Ciò significa che gli investimenti debbono essere redditizi, e che quel Cash Flow è alimentato dal tasso interno di rendimento dell'impresa. Sempre detto primo membro mette in evidenza la variazione minima di liquidità necessaria per non pregiudicare lo svolgimento della produzione (come vedremo non è opportuno che la variazione di liquidità si attesti su valori elevati di gran lunga superiori ai livelli di rinnovo dei capitali sacrificati nella produzione). Ancora, in detto primo membro, debbono essere riportati esercizio per esercizio i capitali monetari (proprio e di credito) introdotti per lo svolgimento dell'attività di produzione.

Il secondo membro, raccoglie i dividendi corrisposti, gli oneri finanziari corrisposti, ed i rimborsi di capitale proprio e di capitale di credito (che intervengono periodicamente o all'atto della cessione dell'impresa o che vengono a corrispondere al Terminal Value).

Il valore dell'impresa, che prende piede con il metodo in discussione (Cash Flow Analysis e Discounted Cash Flow Model) risulta individuato secondo la moderna logica della teoria di Modigliani e Miller e dei mercati finanziari in rapporto a due prospettive diverse riconducibili ai due membri della formula in discorso:

a) se ci si pone nella logica dei finanziatori (secondo membro), il valore dell'impresa si ottiene attualizzando a tassi coerenti con il rischio i dividendi e gli oneri finanziari via via monetariamente corrisposti cui deve aggiungersi il valore attuale del capitale proprio e del capitale di credito rimborsati (ovvero, in mancanza di questa informazione, il valore del Terminal Value). I tassi di attualizzazione sono per i dividendi e il capitale proprio rimborsato quelli coerenti con il rischio desumibili da un mercato dei capitali efficienti, previa un'indagine di rischiosità diretta a stabilire il rischio sistematico ed operativo gravante sulle attività finanziarie oggetto di stima. Per gli oneri finanziari ed il capitale di credito rimborsato, i tassi di attualizzazione si determinano con lo stesso procedimento ora detto, per quanto si debba avvisare che sussiste talora una minore possibilità di

acquisizione di informazioni direttamente dai mercati finanziari, ed una conseguente maggiore attenzione alle informazioni sul rischio di default prodotte dalle società di rating. Non di rado, comunque, il tasso di attualizzazione dei debiti viene fatto coincidere con quello privo di rischio, ed è perciò un tasso che si avvicina a quello interbancario europeo (Euribor).

b) Se ci si pone nella logica dell'impresa, il processo di attualizzazione interviene sulla somma dei valori presenti nel primo membro, e precisamente su una classe che prende la denominazione di Free Cash Flow to the Firm, che se correttamente determinata corrisponde al seguente algoritmo:

$$\sum_{t=0}^n Div + \sum_{t=0}^n O_f = \left(\sum_{t=0}^n VAR L_{RE}^{OP} - \sum_{t=0}^n Imp \right) - \sum_{t=0}^n RIN$$

dove per RIN deve intendersi l'insieme delle destinazioni del cash flow prodotto al rinnovo dei capitali sacrificati, per effetto della produzione (per ammortamento, per variazioni di scorte ecc.) e ad operazioni di potenziamento degli stessi tramite autofinanziamento.

$$\sum_{t=0}^n RIN = \sum_{t=0}^n VAR INV - \sum_{t=0}^n VAR_{CN} - \sum_{t=0}^n VAR_{CC} + \sum_{t=0}^n VAR cassa$$

Nelle applicazioni della formula in cui l'impresa si presenta a vita indefinita, occorre associare all'attualizzazione di cui sopra quella del Terminal Value che può essere opportunamente determinato ricorrendo al modello di sviluppo dell'impresa con crescita costante.

Un procedimento da suggerire, per individuare il Terminal Value, è l'utilizzo della seguente relazione (applicabile per il Terminal Value del capitale proprio):

$$\text{Terminal Value capitale proprio} = \frac{EPS * Payout.ratio * (1 + g) * N}{\tilde{R}_j - g}$$

dove

EPS = Earnings per Share (Utile per azione)

Payout ratio = Dividendo/Utile Netto

g = Tasso di sviluppo dell'impresa

\tilde{R}_j = Tasso atteso levered dell'impresa (rendimento del capitale proprio)

N = Numero di azioni emesse

Al Terminal Value ora indicato, dovrà aggiungersi quello corrispondente all'eventuale debito e determinabile come valore attuale degli oneri finanziari perpetui attualizzati ad un tasso coerente con il rischio dei rendimenti del debito stesso.

Riepilogando, il valore economico dell'impresa a vita indefinita, verrà a formarsi secondo la logica del Discounted Cash Flow Model, attualizzando periodo per periodo secondo una prima strada dividendi ed oneri finanziari, ovvero secondo un'altra strada, il Cash Flow netto dopo le imposte ed i rinnovi, e completando, quindi, dette operazioni con la determinazione del Terminal Value ad un'epoca data, con suo successivo trasferimento all'epoca della stima.

In tal senso, il complessivo modello (formula) che ne risulta, viene denominato "modello a due stadi".

$$\frac{\left[\frac{(\text{VAR } L_{RE}^{OP} - \text{Imp}) - \text{RIN}}{(1 + \text{WACC})} \right]_{t_1} + \left[\frac{(\text{VAR } L_{RE}^{OP} - \text{Imp}) - \text{RIN}}{(1 + \text{WACC})^2} \right]_{t_2} + \dots + \left[\frac{(\text{VAR } L_{RE}^{OP} - \text{Imp}) - \text{RIN}}{(1 + \text{WACC})^n} \right]}{\text{PRIMO STADIO}} + \underbrace{\left\{ \frac{\text{EPS} * \text{Payout.ratio} * (1 + g) * N + \frac{\text{Of}}{R_f^*}}{\tilde{R}_J - g} \right\} * \left(\frac{1}{(1 + \text{WACC})^n} \right)}_{\text{SECONDO STADIO}}$$

Nelle precedenti relazioni, l'esponente n sta ad indicare il numero di periodi che intercorrono tra la fine e l'inizio del primo stadio. Al tempo n, ha inizio il secondo stadio, che ha durata perpetua.

Va ancora precisato, che le imposte (Imp) indicate nella formula, si riferiscono a quelle derivanti dall'applicazione dell'aliquota d'imposta sul reddito imponibile; ed ancora che nelle categorie RIN deve intendersi ricompreso (con segno negativo) la componente del risparmio fiscale di periodo pari al prodotto dell'aliquota d'imposta per gli oneri finanziari.

Il costo medio ponderato del capitale, che viene utilizzato per scontare il Terminal Value ed i flussi intermedi sino all'epoca della valutazione, è corrispondente alla seguente formula:

$$WACC = (1 - \tau_c) R_f^* * \frac{D}{V} + \tilde{R}_J \frac{S}{V}$$

dove si indica con τ_c l'aliquota d'imposta, con R_f^* il tasso di interesse coerente con il rischio, con \tilde{R}_J il tasso atteso levered, con D il debito, con S il capitale proprio, e con V la somma tra debito e capitale proprio.(**)

(**) Sugli argomenti che seguono nel paragrafo ci ispiriamo a Maurizio Fanni, Manuale di Finanza dell'impresa, Giuffrè 2000, Francesca Berné, op. cit.; M. Cattaneo, Manuale di Finanza Aziendale, Bologna, Il Mulino 1999.

Il costo medio ponderato del capitale

Negli studi di finanza svolge un ruolo fondamentale il valore di mercato degli investimenti (*asset*). E' su questo che si concentra l'interesse cruciale degli investitori, i quali vogliono comprendere qual è la capacità dell'impresa di produrre valore attuale netto per una qualsiasi ragione (posizioni di oligopolio sul mercato, con eventuali barriere all'entrata, capacità di coprire particolari segmenti del mercato, innovazione tecnologica di processo con riduzione dei costi, espansione del settore ecc.).

Come sappiamo gli investimenti dell'impresa presentano un rischio operativo e pertanto nel momento in cui questa richiede una provvista di capitale dovrà sostenere un costo coerente con il rischio di quegli investimenti. Se poi l'impresa è *levered*, dovrà remunerare gli azionisti in modo da coprire anche il rischio finanziario che su di essi viene a ricadere.

Ebbene il costo medio ponderato del capitale altro non è che il costo del portafoglio di titoli azionari ed obbligazionari emessi dall'impresa.

Pertanto, corrisponde al rendimento di quel portafoglio in condizioni di efficienza e, dunque, con la particolarità che i tassi di rendimento pretesi dai sottoscrittori dei titoli dell'impresa saranno coerenti con il rischio sistematico riconosciuto alle *asset* dell'impresa.

Ciò significa che ogni finanziatore dell'impresa potrà fruire di un premio per il rischio sistematico pari a quello che emergerebbe in un ambiente dove tutti gli operatori costituissero portafogli. I finanziatori saranno così remunerati non già per il rischio specifico che vengono a correre, bensì per il rischio sistematico espresso dal beta inerente ai titoli emessi dall'impresa.

In assenza di imposizione fiscale, il costo medio ponderato del capitale tende a non mutare anche se si modifica il rapporto di *leverage*, in quanto se è vero che l'impresa indebitandosi sostituisce a capitale proprio un capitale (quello preso in prestito) meno costoso, accade, anche, nel contempo che si accresca il rischio per gli azionisti. Questi allora pretendono un tasso di

rendimento più elevato. La minore onerosità del capitale di credito combinandosi con la più elevata richiesta di rendimento degli azionisti tende a far restare immutato il $WACC_J$.

Ovviamente questo fenomeno si manifesta interamente se il debito è privo di rischio. In caso contrario l'effetto descritto non può presentarsi che in minima parte.

Se poi si è in regime d'imposta allora sostituendo a capitale proprio il capitale di credito si viene a generare un risparmio fiscale e ciò dà luogo ad una riduzione del $WACC_J$ tanto più consistente quanto maggiore è il rapporto di *leverage* e l'aliquota d'imposta.

L'espressione generale del costo medio ponderato del capitale illustra appropriatamente quanto stiamo commentando.

$$WACC_J = \frac{D_J}{D_J + S_J} (1 - \tau_c) r^* + \frac{S_J}{D_J + S_J} \tilde{R}_J$$

con D_J = valore di mercato del capitale di credito

S_J = valore di mercato del capitale proprio

τ_c = aliquota fiscale

r^* = tasso privo di rischio

\tilde{R}_J = tasso atteso di rendimento degli azionisti

Talora gli analisti anziché usare per costruire il costo medio ponderato del capitale, tassi di rendimento coerenti con il rischio sistematico impiegano tassi di rendimento effettivi, vale a dire tassi che per il capitale di credito assumono quale costo il tasso di interesse praticato dai finanziatori dell'impresa e per il capitale proprio il tasso di rendimento corrisposto agli azionisti.

**Determinazione
del tasso di
attualizzazione**

Questa strada non può essere condivisa. Per toccare con mano i limiti di tale impostazione, basta immaginare che il giudizio sul valore dell'impresa venga espresso da operatori esterni. Dal momento che la conoscenza del costo medio ponderato del capitale è funzionale alla determinazione del valore di mercato dell'impresa, è agevole comprendere che i criteri di misurazione del valore dell'impresa debbano essere coerenti con quelli richiesti presso l'intero mercato. Nessuna impresa può pretendere che il suo valore sia stimato in base a criteri di efficienza dettati da sé medesima. Nel momento in cui emerge un processo di valutazione dell'impresa, questa viene collocata nel più vasto ambito del mercato che esprimerà un giudizio sulla sua efficienza proprio confrontando i costi che l'impresa sostiene rispetto alle remunerazioni che il mercato richiede a parità di rischio.

Secondo la metodologia di analisi tipica che fa uso della tecnica del Discounted Cash Flow la valutazione dell'investimento comporta la necessità per l'investitore di attualizzare i flussi di cassa disponibili attesi ad un tasso idoneo a riflettere il rischio intrinseco nell'investimento stesso.

Nel caso specifico del centro commerciale il tasso di attualizzazione corrisponde al tasso soglia, coerente con il rischio, richiesto dall'investitore, tenuto conto anche della struttura di finanziamento dell'operazione. È quindi necessario definire, in modo puntuale, i concetti di tasso di rendimento atteso e di rischio dell'investimento, che dovrebbero rientrare analiticamente nella costruzione del tasso di attualizzazione, in aggiunta alla tradizionale previsione dell'inflazione attesa e alla quota di compenso di un investimento a rischio nullo.

I flussi di cassa del progetto si manifesteranno su un orizzonte temporale di mesi e molto spesso anche di anni, in tale arco di tempo colui che deve attendere l'incasso di liquidità per soddisfare la propria aspettativa di remunerazione dell'investimento effettuato richiederà un rendimento individuato da tre fattori: la differenza intertemporale per il

consumo, misurata dal tasso di rendimento delle attività prive di rischio; il rischio che l'inflazione nel periodo eroda gran parte del potere d'acquisto degli incassi futuri; il rischio che i flussi di cassa non siano capienti, in tutto o in parte, rispetto all'aspettativa iniziale.

E evidente come i concetti di rischio e rendimento risultino strettamente correlati in quanto il tasso di rendimento può essere, almeno in parte, spiegato dalla rischiosità dell'attività finanziaria. In particolare, qualora le decisioni di investimento in attività rischiose siano prese da investitori razionali, la relazione funzionale tra rischio e rendimento dell'attività rischiosa viene definita positivamente: ad attività più rischiose saranno associati tassi di rendimento attesi più elevati e viceversa.

Valutare l'investimento significa dunque analizzare i diversi fattori di rischio che lo caratterizzano e rapportarli ai rendimenti attesi. In questo senso si può dire che la valutazione del profilo di rischio/rendimento costituisce il momento centrale del processo di investimento per soggetti di profilo finanziario.

Il tasso risk free

I principali metodi di determinazione del tasso di attualizzazione concordano sull'assunto che il tasso di rendimento di una qualsiasi attività rischiosa è pari al rendimento offerto dall'attività risk free maggiorato di un premio per il rischio proporzionale al rischio sistematico implicito nell'attività rischiosa.

Si definisce il risk free rate come il tasso di remunerazione di finanziamenti attinti teoricamente a varianza nulla. In termini dinamici, la sua individuazione può essere ricondotta alla verifica dell'andamento del tasso d'interesse di mercato (occorre che questo sia sufficientemente stabile) ed al fatto che sia determinato in assenza di rischio di insolvenza.

E' possibile ricorrere ad un tasso privo di rischio a medio lungo termine cercando di conseguire una buona coerenza tra l'orizzonte temporale della valutazione e la scadenza di titoli di stato utilizzabili quale benchmark.

La stima del premio del rischio

Nel caso della valutazione di investimenti immobiliari è in genere spesso utilizzato il metodo del tasso di rendimento dei titoli di Stato a lungo termine in quanto di più immediata applicazione pratica e di maggiore coerenza rispetto all'orizzonte temporale tipico delle operazioni di investimento immobiliare.

Dovrebbe trattarsi di premio per il solo rischio sistematico; questo accadrebbe se l'investimento fosse negoziabile sul mercato dei capitali alla stregua di un titolo azionario. Così non è ed è allora giocoforza che venga a ricomprendere anche porzioni di remunerazioni che la costruzione di portafogli non riesce a diversificare.

Dal momento però che i rendimenti da attualizzare, per quanto anch'essi da stimare, sono dipendenti da dati di fatto non modificabili nel breve termine e comunque all'atto del calcolo, deve essere chiaro che l'incremento del tasso di attualizzazione quando questo viene a ricomprendere anche la remunerazione di rischi specifici opera in senso riduttivo sul valore attuale che si va a determinare.

La principale criticità sta ad ogni modo nell'individuazione dei fattori da considerare nel calcolo del risk premium specifico.

Questi sono positivi o negativi in base al segno nella somma algebrica per la costruzione del tasso e possono essere classificati in quattro macroclassi:

- economico-finanziari;
- settore delle costruzioni;
- comparto immobiliare;
- specifico immobile.

I fattori possono agire sia a livello dell'intero mercato (es. variazione dell'inflazione) sia a livello di specifiche infrastrutture (es. qualità

costruttiva): in particolare le prime due classi hanno effetto sui tassi per l'intero mercato immobiliare, la terza è pertinente ad un comparto di immobili, mentre l'ultima fa riferimento direttamente all'immobile oggetto di analisi.

Riferimenti bibliografici

Bibliografia

ARDITO F.D., The Weighted Average Cost of Capital: Some Questions on its Definition, Interpretation and Use, *Journal of Finance*, vol. 28, n. 4, settembre 1973.

ARDITO F.D., LEVY H., The Weighted Average Cost of Capital as a Cut-Off Rate: A Critical Analysis of the Classical Textbook Weighted Average, *Financial Management*, vol. 6, n. 3, 1977.

BANZ R., The relationship between return and market value of common stock, *Journal of Financial Economics*, 9, 1981.

BEAVER W. H., KETTLER P. e SCHOLLES M., The association between market determined and accounting determined risk measures, in *Accounting*. 45, 1970.

BELCREDI M., L'effetto della struttura finanziaria sul valore dell'impresa: I modelli alla Modigliani-Miller, in CATTANEO, M. (a cura di), *Manuale di Finanza aziendale*, Milano, Il Mulino, Bologna, 1999.

BENNINGA S., *Financial Modeling*, Massachusetts Institute of Technology, 2000; edizione italiana a cura di ZAZZARA C., *Modellifinanziari. La finanza con excel*, McGraw-Hill, 2001.

BERNSTEIN, L.A., *The Analysis of Financial Statements*, Homewood, 111., Dow Jones - Irwin, 1978.

BINI M., Value based management: quali obiettivi e quali misure di performance?, *La Valutazione delle Aziende*, n. 7, dicembre 1997.

BLACK A., WRIGHT P., BACHMAN J. E., *La ricerca del valore nell'impresa*, FrancoAngeli, Milano, 1999.

BLACK F., JENSEN M.C. e SCHOLLES M., *The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests*, in Jensen M.C., in *Studies in the Theory of Capital Markets*, Praeger, 1972.

BLANCHARD O., *Macroeconomia*, Bologna, Il Mulino, 2000.

BLUME M., Betas and their regression tendencies, *The Journal of Finance*, n. 10, 1975.

BREALEY R.A., MYERS C. S., SANDRI S., *Principi di Finanza Aziendale*, terza edizione, McGraw - Hill, Milano, 1999.

BRIGHAM F.E., GAPENSKI L.C., *Financial Management, Theory and Practice*, Eight Edition, Dryden Press, 1997.

BRUGGER, G., (a cura di), *La gestione del capitale circolante*, Milano, Egea, 1981.

BRUGGER, G., *L'analisi della dinamica finanziaria dell'impresa*, Milano,

- Giuffrè, Milano, 1980.
- BRUNETTI, G., *Le decisioni finanziarie nell'economia d'impresa*, Milano, Angeli, 1978.
- CACCIAMANI C. (a cura di), *Gli investimenti immobiliari, un modello di decisione e valutazione dei veicoli giuridici*, Milano, Egea, 2005.
- CACCIAMANI C., *Il rischio immobiliare*, Milano, 2004.
- CAMAGNI R., *Economia urbana. Principi e modelli teorici*, Roma, Nuova Italia Scientifica, 1992.
- CANNARI L., D'Alessio G., *La ricchezza degli italiani*, Il Mulino, 2006.
- CARACCIOLO A. (a cura di), *La formazione dell'Italia Industriale*, Bari, Edizioni Laterza, 1963.
- CARLZON J., *La piramide rovesciata*, Milano, Franco Angeli, 1991.
- CARNEVALI L., Curatolo M., Palladino L., *Stima degli immobili: metodologia e pratica*, Milano, DEI, 2004.
- CATTANEO M. (a cura di), *Manuale di Finanza aziendale*, Milano, Il Mulino, Bologna, 1999.
- CATTANEO M., MANZONETTO, P., *Il bilancio d'esercizio. Profili teorici ed istituzionali*, Milano, Etas Libri, 1997.
- CHAMBERS, R., J., *Accounting Evaluation and Economic Behaviour*, Englewood Cliffs, N.J., Prentice Hall, 1966.
- CHENG, F.L., *Financial Analysis and Planning*, Reading, Mass, Addison - Wesley, 1985.
- CIARAMELLA A., *Il processo di produzione edilizia dal progetto alla gestione: le premesse, le fasi, i ruoli*, Milano, Ed. Clup, 2007.
- CLEMEN R.T., REILLY T., *Making Hard Decisions*. Duxbury Press, 2000.
- Codice delle valutazioni immobiliari, Roma, Tecnoborsa, 2005.
- COMMITTEE OF EUROPEAN BANKING SUPERVISORS (C-EBS), *Consultation Paper on the recognition of External Credit Assessment Institutions*, 29 giugno 2005.
- COPELAND T.E., WESTON F., *Financial Theory and Corporate Polity*, Third edition, Addison-Wesley, New York, 1988.
- COPELAND T., WESTON J.F., *Teoria della finanza e politiche d'impresa*, Egea, Milano, 1994.
- COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J., *Il valore dell'impresa, terza edizione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1998.
- COSTA M., *Mercatofinanziari: dati, metodi e modelli*, CLUEB, Bologna, 1999.

- CRAGG J.G. e MALKIEL B.G., The Consensus and Accuracy of Predictions of the Growth of Corporate Earnings, *Journal of Finance*, 1968, n. 23.
- CRICHFIELD T., DYCHMAN T. e LAKONISHOK J., An Evaluation of Security Analysts Forecasts, *Accounting Review*, 1978, n. 5.
- DALL'OCCHIO M., *Finanza d'azienda. Analisi e valutazioni per le decisioni di impresa*, Milano, 2005.
- DAMODARAN A., a cura di SANDRI S., *Manuale di valutazione finanziaria*, Milano, McGraw-Hill, 1996.
- DAMODARAN A., *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*, 2001.
- DAMODARAN A., *Finanza aziendale*, Apogeo, Milano, 2001.
- DAMODARAN A., *Applied Corporate Finance: A User's Manual*, John Wiley & Sons, New York, 2002.
- DAMODARAN A., *Investment Philosophies: Successful Investment Philosophies and the Greatest Investors Who Made Them Work*, John Wiley & Sons, New York, 2002.
- DAMODARAN A., *Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, second edition, John Wiley & Sons, New York, 2002.
- DE LAURENTIS G., *Rating interni e credit risk management*, Bancaria Editrice, 2001.
- De LAURENTIS G. , Saita F., Sironi A., *Routing interni e controllo del rischio di credito*, Bancaria Editrice, 2004.
- DELLA CORTE V., MUSTILLI M., SCIARELLI S., Firm's crises: a systematic approach to the subject, *Economia aziendale*, 1994, pp. 235 - 266.
- DE MARCO A., Bambagioni G., Simonotti M., *Codice delle valutazioni immobiliari*, Roma, Tecnoborsa, 2005.
- DONALDSON G., *Corporate Debt Capacity: A Study of corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*, Harvard Business School, Division of Research, 1961.
- DRIESEN J., *Is default event risk priced in corporate bonds?*, mimeo, 2003, University of Amsterdam.
- DRIESEN J., *Is default event risk priced in corporate bonds?*, mimeo, University of Amsterdam, 2004.
- ELTON E.J., GRUBER M.J., AGRAWAL D., Mann C., *Explaining the rate spread on corporate bonds*, *Journal of Finance*, vol. LVI, n. 1, febbraio, pp. 247-277.
- FACCHINETTI I., *Le analisi di bilancio*, Milano, Il Sole 24 Ore, 2000.
- FAMA E.F., *The Behaviour of Stock Prices*, *Journal of Business*, vol. 38, gennaio

1965.

FAMA E.F., Fisher L., Jensen M., Roll R., *The Adjustment of Stock Prices to New Information*, International Economic Review, febbraio 1969.

FAMA E.F., Efficient Capital Markets: A Review of the Theory and Empirical Work, Journal of Finance? Vol. 35, maggio 1970.

FAMA E.F., *The Theory of Finance*, Rinehart and Winston, Holt, 1972.

FAMA E.F. e MacBeth J.D., *Risk, return and Equilibrium: Empirical Tests*, Journal of Political Economy, maggio-giugno 1973.

FAMA E.F., *The information in Term Structure*, Journal of Financial Economics, dicembre 1984.

FAMA E.F., French K., *The Cross-Section of Expected Stock Returns*, Journal of Finance, vol. 47, n. 2, giugno 1992.

FANNI M., Struttura dei flussi patrimoniali, LINT, 1985.

FANNI M., Il metodo contabile: la dinamica patrimoniale, Trieste, 1988.

FANNI M., *Verso una teoria generale del valore*, in Studi in onore di Ubaldo de Dominicis, Ed. Lint, Trieste, 1991.

FANNI M., COSSAR L., *Il metodo contabile*, La Nuova Italia Scientifica, Roma, 1994.

FANNI M., Manuale di Finanza dell'impresa, Ed. Giuffrè, 2000.

FANNI M., SPADA F., *Analisi dinamica della liquidità e drivers del valore delle PMI*, Osservatorio industriale della Sardegna, Cagliari, 2000.

FANNI M., MORPURGO C., *Finanza Aziendale*, Collana Nettuno-Diplomi Universitari a distanza in economia, Pitagora Editrice, Bologna, 2001.

FANNI M., La segmentazione dei mercati finanziari, paper CNR 2001, Progetto strategico: L'Italia e l'Europa: Governance e Politiche per lo sviluppo economico e sociale.

FANNI M., Analisi delle condizioni di salute delle imprese attraverso i bilanci (introduzione al software di analisi per il Master in Corporate Finance, Bocconi SDA), Draft Document, I.R.F.A.I., Trieste, 2001.

FANNI M., BERNÈ F., *Come istruire un processo di corporate rating: esame del caso Benetton*, Science Park, Draft Document, Dottorato di Ricerca in Finanza Aziendale, 2001.

FANNI M., SPADA F., *Le imprese guida in Sardegna*, Osservatorio Industriale della Sardegna, Cagliari, 2002.

FANNI M., Analisi fondamentale ed efficienza valutativa. Un'interpretazione dei "driver" del valore alla luce del pensiero di J. Tobin., Convegno Prolatino VI, São Paulo, Brasile, 12-13 luglio 2002.

FERRARI G. e IANNUZZI C., La valutazione d'azienda e la quotazione in borsa: devoluzione delle metodologie valutative adottate ai fini del certificato

- peritale, *La Valutazione delle Aziende*, n. 8, 1998.
- FERRERO C., *La valutazione immobiliare. Principi e metodologie applicative*, Milano, Egea, 1996.
- FIDANZA B., *Le determinanti del rendimento delle attività rischiose: dal CAPM ai modelli multi - fattore. Teoria, evidenza empirica e il caso italiano*, tesi di Dottorato di Ricerca in Finanza Aziendale, Università degli Studi di Trieste, 2001.
- FISHER I., *The Theory of Interest*, Me Kelley, New York, 1930.
- FLOREANI A., *Introduzione al Risk Management*, Milano, ETAS Libri, 2005.
- FORNASINI, A., *Analisi tecnica e fondamentale di borsa: lo studio efficiente dei mercati ai fini operativi*, Etas Libri, Milano, 1991.
- FULLER R.J., HSL\ C., *A simplified Common Stock Valuation Model*, in *Financial Analysts Journal*, n. 40, 1984.
- GIANNOTTI C. e Mattarocci G., *Risk diversification in a Reai Estate Portfolio*, 2008.
- GIBSON, C.H., *Financial Reporting Analysis: Using Financial Accounting Information*, Cincinnati, Ohio, South-Western College Publishing, 2001.
- GORDON M.J., SHAPIRO E., *Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit*, in *Management Science*, Volume 3, Ottobre, 1956, pp. 102 - 110.
- GORDON M.J., *The Investment, Financing and Valuation of the Corporation*, Irwin, Homewood, 1962.
- GUATRI L., *Contributo alla teoria di creatone del valore*, *Finanza Marketing e Produzione*, n. 1, marzo 1991.
- HAUGEN R.A., *Modem Investment Theory*, Prentice Hall Ine, 1997.
- HERTZ D. B., THOMAS H., *Risk Analysis and its Applications*, Wiley, 1983.
- HICKS J.R., *A Suggestion for Simplifying the Theory of Money*, in *Economica*, febbraio 1935; trad. It. MONTI M. (a cura di), in *Problemi di economia monetaria*, Etas Kompas, Milano, 1969.
- HOLMSTROM B., *The Cost of Capital in Non - Marketed Firms*, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 95., 1981.
- JACCOD P., *Il WACC nei metodi di valutatone finanziaria*, *La Valutazione delle Aziende*, n. 13, giugno 1999.
- JENSEN M.C., *Agency Cost fif Free Cash Flows, Corporate Finance, and Takeovers*, *American Economic Review*, Volume 76, 1986, pp. 323-329.
- KOHLER E.L., *A dictionary for accountants Fourth Edition*, Prentice - Hall Inc., Englewood Cliffs, Newjersey, 1970.
- KOOP G., *Logica statistica dei dati economici*, edizione italiana a cura di Roberto Zelli, Utet, Torino, 2001.

LINTNER J., Security Prices, Risk, and Maximal Gains from Diversification, *Journal of Finance*, vol. 20, n. 4, december 1965

MARKOWITZ H.M., Portofolio Selection, Efficient Diversification of Investments, *Journal of Finance*, marzo 1952.

MASSARI M., Il valore di mercato delle aziende, Giuffrè, Milano, 1984.

MODIGLIANI F., MILLER M.H., The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, vol. 48, n. 3, giugno 1958.

MODIGLIANI F., MILLER M.H., The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: A Reply, *The American Economic Review*, vol. 49, n. 4, settembre 1959.

NOMISMA, Il valore delle garanzie immobiliari - Basilea 2 tra vincolo e opportunità, Roma, Agra Editrice, 2008.

OLIVOTTO L., La dinamica finanziaria d'impresa, Milano, Angeli, 1987.

PASTORELLO S., Rischio e rendimento. Teoria finanziaria e applicazioni econometriche, Bologna, Il Mulino, 2001.

PAVARANI E., Analisi finanziaria, valore, solvibilità, rapporti con i finanziatori, McGraw- Hill, Milano, 2002.

PENMAN S.H., *Financial Statement Analysis*, New York, McGraw-Hill, 2001.

PISANI B., La valorizzazione strategica degli immobili, *Milano, Il Sole 24 Ore*, 2003.

POLI A., *Il costo del capitale*, Etas libri, Milano, 1997.

POLITO B., *La gestione di edifici e patrimoni immobiliari* di Tronconi O., Ciaramella A., Pisani B., Milano, Il Sole 24 Ore, 2002.

PRIZZON E., Gli investimenti immobiliari. Analisi di mercato e valutazione economico-finanziaria degli interventi, *Torino, Ed. Celid*, 1995.

RAPPAPORT A., *La strategia del valore*, Franco Angeli, Milano, 1997.

ROLL R., A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests; Part 1. On Past and Potential Testability of the Theory, *Journal of Financial Economics*, marzo 1977.

ROY B., *Multicriteria Methodology for Decision Aiding*, Kluwer Academic Publishers, 1996.

ROSEMBERG B., Guy J., Prediction of Beta from investment fundamentals, *Financial Analysts Journal* n. 51, 1995.

ROSS S. A., *The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing*, *Journal of Economic Theory*, Vol. 13, 1976.

Ross S.A., WESTERFIELD R.W., Jaffe J., *Corporate Finance*, Homewood, 111.,

Irwin, 1996; trad. It., Finanza Aziendale, Bologna, Il Mulino, 1997.

RUSSO P., Le determinanti del valore dell'impresa, Egea, Milano, 2000.

SALVI A., La stima del costo del debito e degli strumenti finanziari ibridi, nota didattica, SDA Bocconi, gennaio 2002.

SAMUELS J.M., WILKES F.M., BRASYSHAW R.E., *Management of Company Finance*, London, Chapman and Hall, 1991.

SHARPE W.F., Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk, *Journal of Finance*, settembre 1964.

SHARPE W.F., *A simplified Model for Portfolio Analysis*, *Management Science*, Vol. 9, gennaio 1963.

SINONETTI M., *La stima immobiliare*, Torino, UTET Libreria, 1997.

SOLOMON E., *The Theory of Financial Management*, New York, Columbia university Press, 1963, trad. it. *Teoria della finanza aziendale*, Bologna, Il Mulino, 1972.

THUROW L.C., La costruzione della ricchezza. Le nuove regole per gli individui, le società e le nazioni nell'economia della conoscenza, *Milano, Il Sole 24 Ore*, 2000.

TOBIN J., *Liquidity Preference as Behavior toward Risk*, in *Review of Economic Studies*, febbraio 1958.

TOBIN J., *On the Efficiency of Financial System*, *Lloyds Bank Review*, luglio 1984.

TREACY W.F., CAREY M.S., *Credit Risk Rating at Large US Banks*, in *Federal Reserve Bulletin*, novembre 1998

TREYNOR J., *Market Efficiency and the Bean Jar Experiment*, *Financial Analysts Journal*, vol. 43, n. 3, maggio - giugno 1987

TRONCONI O., Bellintani S., *Valutazione e valorizzazione immobiliare*, *Milano, Il Sole 24 Ore*, 2006.

TRONCONI O., Plazzotta M., Ciaramella A., Marchetti M., *I sistemi di misurazione immobiliare*, *Milano, Il Sole 24 Ore*, 2000.

VACIAGO G., VERGA G., *Efficienza e stabilità dei mercati finanziari*, Il Mulino, Bologna, 1995

VAN HORNE J.C., *Financial Management and Polity*, Englewood Cliffs, N.J., Prentice Hall, 1995.

VANDER WEIDE J.H., CARTER W. T., *Investor Growth Expectations: Analysts vs History*, *Journal of Portfolio Management*, 1988, n. 14.

VASICEK O., A Note on Using Cross-Sectional Information in Bayesian Estimation of Security Betas, *Journal of Finance*, Vol. 28, 1973.

VENANZI D., Il costo medio ponderato del capitale: questo sconosciuto, *La Valutazione delle Aziende*, n. 9, giugno 1998.

VENANZI D., *La scelta della struttura finanziaria delle imprese: teoria ed evidenza empirica*, Utet Libreria 1999.

WILLIAMSON R.W., *Evidence on the Selective Reporting of Financial Ratios*, *The Accounting Review*, aprile 1984, pp. 296 - 299.

VINCKE P., *Multicriteria Decision-Aid*, John Wiley & Sons, 1992.

ZANAZZI M., *Investimenti immobiliari*, Milano, Edizioni FAG, 2006.

ZOPOUNIDIS e DOUMPOS *Multi-criteria decision aid in financial decision making. methodologies and literature review*, *Journal Of Multi-Criteria Decision Analysis*, 2002.

Parte quinta

Capitolo 10 – Indicatori di performance del centro commerciale quale complesso strategico

Competenze manager

Sotto la guida del Chief Risk Officer (CRO) e del Chief Financial Officer (CFO) si sviluppano sia la pianificazione strategica, sia il controllo interno, sia la gestione delle attività che sono assai numerose e delicate. Si va dagli aspetti amministrativi, ai budget delle spese comuni, alle attività promozionali e di marketing, alla gestione del personale, alle eventuali manutenzioni straordinarie necessarie sull'immobile, alle licenze, ai permessi che servono per una corretta gestione del centro. All'interno della loro sfera d'influenza ricade poi la gestione dei rapporti verso qualsivoglia concessionario o locatario e dunque sia verso quelli permanenti che nei confronti degli eventuali utilizzatori temporanei di spazi, nonché la gestione e il controllo dell'organizzazione di vari servizi necessari per il buon funzionamento dell'intero centro commerciale, i quali vanno dalle pulizie, alla vigilanza, ai parcheggi, alle aree comuni, coordinando le diverse prestazioni di servizi.

Conoscenze approfondite di amministrazione, contabilità consuntiva e di previsione, marketing e diritto insieme alla capacità di analizzare il contesto socio-economico ed il mercato del territorio in cui è situato il complesso strategico del centro commerciale sono necessarie per prevenire e prevedere: cercando di tenere sotto controllo ogni evento potenzialmente dannoso in specie se suscettibile di influire sulla sicurezza del complessivo ambiente di lavoro. In generale deve preoccuparsi di individuare ogni tipologia di rischio operativo, connaturato a qualsivoglia atto di gestione, compresi tutti i fatti straordinari inerenti il funzionamento della struttura ivi

	<p>inclusi il controllo e la sicurezza in materia di informatica.</p>
	<p>Ad ogni livello i manager incaricati debbono possedere capacità relazionali per la comunicazione con gli stakeholders che danno vita al centro, come pure verso tutti i soggetti che interagiscono con il complesso strategico del centro commerciale, quali ad esempio gli operatori presenti all'interno del centro, i soggetti che operano nei servizi di sicurezza, pulizie, manutenzione, i dipendenti.</p>
<p>Alcuni indicatori di performance</p>	<p>Proponiamo ora alcuni driver utilizzati per l'analisi delle performance che servono per assicurare un reale controllo del complesso strategico del centro commerciale, insieme ad una visione delle sue prospettive, del suo grado di sviluppo e di rispondenza alle previsioni; i risultati ottenuti vanno comparati per periodi diversi, ad esempio su base mensile, trimestrale, ecc.</p>
	<p>Per valutare la performance del centro commerciale possono essere utilizzati vari drivers in riferimento alle diverse tipologie di che si vuole mettere in rilievo.</p>
<p>ROI</p>	<p>R.O.I. (return on investment). Si tratta della misurazione della redditività degli asset, e viene calcolato rapportando il reddito prima degli interessi al capitale investito. Nel caso del complesso strategico dei centri commerciali l'indice consente agli investitori e proprietari di valutare in maniera sintetica il rendimento del capitale investito nel centro a prescindere dalle modalità di finanziamento. Conviene ricordare che per i proprietari del centro i ricavi sono rappresentati dagli affitti percepiti, provenienti sia dagli operatori presenti stabilmente che da quelli temporanei.</p>
<p>Indice di performance</p>	<p>Il fatturato di un centro commerciale come complesso strategico è dato principalmente dal canone fisso relativo alle unità interne ed esterne, dalla componente variabile del canone relativa sempre alle unità interne ed esterne, dal canone fisso per quanto concerne le locazioni temporanee ed</p>

altri ricavi; il principale indicatore per misurare la performance del centro commerciale corrisponde così al totale del fatturato prodotto per la superficie lorda locabile (GLA). Indica la forza di reddito lordo per metro quadro di superficie lorda locabile (sales for GLA).

$$\frac{\text{total rental gross income}}{GLA} \text{ €/mq}$$

L'indice in questione può essere determinato anche al fine di esplorare la performance per singolo "tenant", oppure per categorie merceologiche, o aree specifiche all'interno del centro commerciale; in questi casi si assume il rapporto tra il totale del fatturato relativo al caso specifico o alla categoria da considerare rispetto alla relativa superficie lorda locabile

$$\text{tenant} = \frac{\text{total rental gross income tenant}}{GLA} \text{ €/mq}$$

Talora il procedimento si estende a singoli componenti del ricavo suddiviso per categorie, rapportato ad una dimensione temporale (giornaliera, settimanale, mensile, annuale) e con confronti rispetto all'andamento del corrispondente precedente periodo.

Un'ulteriore variante consiste nel mettere in relazione il totale del fatturato del periodo di riferimento rapportandolo al periodo precedente o alla media ad esempio degli ultimi tre esercizi (revenue growth rates or turnover growth rates).

Indice di costo

Le principali voci di costo a carico della proprietà del centro commerciale come complesso strategico sono le seguenti:

- Costi servizi di gestione tecnico-amministrativa (property management);
- Costi servizi di gestione dei servizi (facility management);
- Manutenzione ordinaria;

- Manutenzione straordinaria;
- Tasse sull'immobile;
- Assicurazione;
- utenze energetiche quando sono a carico della proprietà, relative all'illuminazione e alimentazione degli impianti delle parti comuni e alla climatizzazione, ovvero riscaldamento e raffrescamento delle parti comuni;
- utenze varie;
- spese condominiali per unità sfitte;
- commissioni di agenzia per ricommercializzazione;
- spese di marketing;
- altri costi residuali.

Anche in questo caso è fondamentale conoscere la percentuale totale dei costi sostenuti dalla proprietà in rapporto alla superficie lorda locabile (GLA)

$$\frac{\text{total operating expenses}}{GLA} \text{ €/mq}$$

combinazione

E' anche possibile analizzare il peso specifico in percentuale che hanno le singole voci di costo rispetto al totale dei costi sostenuti dalla proprietà. In questo modo si riesce a comprendere se l'incidenza di una voce di costo è troppo onerosa.

E' ovviamente possibile ricorrere a confronti che si fondano sulla redditività netta, come segue

$$\frac{\text{total rental gross income}}{GLA} \text{ €/mq} - \frac{\text{total operating expenses}}{GLA} \text{ €/mq}$$

	<p>Con altre combinazioni si rapportano singole voci di costo, ad esempio quelle relative ai costi variabili al totale dei ricavi.</p>
<p>Indice di occupazione medio (% per GLA)</p>	<p>Viene non di rado misurata la frequenza media delle presenze all'interno del centro commerciale, costruendo rapporti tra il numero di operatori e quello dei "tenant". Anche si rapporta la GLA occupata al totale della GLA del centro commerciale.</p>
<p>Indice di retail vacancy</p>	<p>Ulteriormente in modo inverso è possibile calcolare l'indice di sfritto, ovvero il numero delle unità sfitte sul totale dei "tenant". Anche si rapporta la GLA sfitta rapportata alla GLA totale.</p>
<p>Indice misurazione del costo di locazione</p>	<p>L'affitto per un operatore è composto da una parte di canone fisso indicizzato ed una parte di canone variabile sul fatturato stabilita contrattualmente. Ci deve essere il giusto equilibrio fra le due componenti, principalmente perché un canone fisso troppo elevato relativo al fatturato effettivo prodotto dal "tenant" potrebbe rivelarsi dannoso creando un potenziale sfritto. Per tale motivo l'indice di misurazione del costo di locazione (retail rent) a metro quadro il locale va continuamente monitorato.</p>
	$RR = \frac{\text{contractual rent}}{\text{turnover}(\text{fatturato})} \%$
	<p>Collegato al precedente è l'indice relativo alla crescita dei canoni: canone fisso rapportato alla media dei canoni fissi di mercato.</p>
<p>Indice costo occupazione</p>	<p>Un ulteriore indice è l'indice del costo di occupazione (Occupancy cost ratio) che misura l'ammontare del canone di locazione che un "tenant" è in grado di sostenere, per una corretta gestione del centro commerciale. Misura la rilevanza dei costi immobiliari, dei costi di gestione della struttura complessiva a carico del "tenant". Questo indice costantemente monitorato per prevenire situazioni di potenziali sfitti.</p>
	<p>In pratica l'Occupancy cost ratio viene calcolato rapportando il</p>

canone fisso, le spese di marketing, i costi dei servizi comuni per i "tenant", le tasse della proprietà, sul fatturato per singolo "tenant". Successivamente il valore ottenuto va confrontato con i valori di benchmark tipici della categoria merceologica di appartenenza dell'unità considerata.

$$OCR = \frac{\text{contractual rent} + \text{service charge} + \text{marketing contributions} + \text{property taxes}}{\text{turnover (fatturato)}} \%$$

Capitolo 11 Caso specifico: linee essenziali per applicazioni del DCF model ad un Centro Commerciale

Discounted Cash Flow riferito al complesso strategico del centro commerciale

Mostriamo ora le linee essenziali della stima di un centro commerciale, che indichiamo come Centro commerciale ZETA, per la parte concernente il nucleo strategico di investitori/fondatori.

Il Centro Commerciale ZETA è stato fondato nel 2006.

Componenti positivi del DCF del centro commerciale come complesso strategico

Tra le componenti positive si annoverano le entrate derivanti dalla locazione della superficie locabile specificando le locazioni permanenti e le locazioni temporanee, quelle della parte esterna e quelle della parte interna.

Relativamente ai canoni di locazione vanno tenuti in considerazione le variazioni derivanti da clausole di contratto, con le loro caratteristiche. Generalmente la componente del canone fisso viene indicizzata annualmente (secondo le variazioni dell'indice dei prezzi al consumo); vanno indicate e stimate anche le variazioni eventuali derivanti dallo scadere dei contratti.

I canoni vanno confrontati con i valori di mercato, specificatamente per singole unità, in riferimento alla posizione, alla categoria merceologica, al fatturato.

Componenti negativi del DCF del centro commerciale come complesso strategico

Le componenti negative del DCF riguardano principalmente i costi di gestione e amministrazione, specificando la parte derivante da locazioni temporanee, la parte esterna e quella interna suddividendo per unità di riferimento, per categoria merceologica, per tipologia, per unità sfitte verificate e potenziali. Tra le componenti negative va inserita anche la stima di eventuali insolvibilità di locatari. Vanno anche introdotti i costi riferiti alle provvigioni di

agenzia per quanto concerne la ricomercializzazione delle unità sfitte verificate e potenziali e la stima dei potenziali costi derivanti da manutenzioni straordinarie in riferimento al periodo analizzato. Ed ancora costi inerenti il marketing per la promozione del centro commerciale. I costi derivanti dai pesi sull'immobile e di assicurazione.

**Discount
Cash Flow
del centro
commerciale
come
complesso
strategico
Risultati
storici**

RISULTATI STORICI

Sono stati presi in considerazione i dati degli esercizi 2006, 2007, 2008, 2009 e 2010 come risultanti dai bilanci civilistici della società.

	2006	2007	2008	2009	2010
Ricavi dei servizi venduti	21.875.767	20.288.637	22.300.685	22.030.310	20.919.480
Risultato prima delle imposte	3.261.199	2.791.307	2.431.075	1.972.744	1.743.156
Risultato netto	1.791.289	1.509.650	1.360.084	1.057.525	1.432.234

La forza lavoro presente alla data del 31 dicembre 2010 era costituita da circa 80 unità, delle quali 15 impiegati e 60 operai.

I principali punti di forza e di debolezza sono i seguenti:

A) Punti di forza:

- ampia gamma di prodotti offerti;

- alta professionalità della forza vendita;
- elevata qualità del prodotto;
- design accattivanti;
- elevati investimenti in tecnologia;
- rapporto qualità/prezzo molto competitivo;

B) Opportunità:

- acquisizione di nuova clientela attraverso il miglioramento dell'efficacia della distribuzione e della logistica.

C) Punti di debolezza:

- Elevata competitività del settore;
- Clientela nazionale non sufficientemente fidelizzata.

**Tempo della
valutazione**

TEMPO DELLA VALUTAZIONE

La valutazione è stata effettuata al 31 dicembre 2010. Il quadro principale delle informazioni è stato desunto dai bilanci.

Breve descrizione degli elementi patrimoniali

Immobilizzazioni

IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI

Le immobilizzazioni immateriali sono costituite da "concessioni, licenze, marchi e diritti simili" per la commercializzazione con carattere di esclusività di numerosi prodotti appartenenti a diverse aree produttive ed in particolare a quelle dell'arredamento. Fra le immobilizzazioni immateriali il Centro inoltre annovera diversi "softwares" di gestione aziendale.

Concessioni, licenze, marchi e diritti simili	6.667
Softwares	11.444

Si stimano in complessivi Euro 18.111

IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI

Le immobilizzazioni materiali sono rappresentate dagli immobili concessi in locazione e da

immobilizzazioni in corso corrispondenti alla costruzione di un nuovo insediamento commerciale nella medesima zona

Immobili	7.118.929
Immobilizzazioni in corso	1.386.716
Si stimano in complessivi Euro 8.505.645	

IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE

Nelle Immobilizzazioni Finanziarie, sono comprese delle Partecipazioni azionarie, crediti costituiti da depositi cauzionali e dall'anticipo d'imposta sul TFR.

Partecipazioni Azionarie	38.659
Depositi cauzionali	1.000

Si stimano in complessivi Euro 39.659

MAGAZZINO ARREDI

La valorizzazione del magazzino è stata effettuata, prudenzialmente, sulla base del valore di inventario al 31.12.2010, che non differisce in misura sostanziale dal valore corrente di mercato, rilevando il centro un buon tasso di rotazione..

Magazzino Euro 3.528.653

Si stimano in complessivi Euro 3.528.653

Crediti

CREDITI VERSO TENANT

Questa posta attiva si compone del complesso dei crediti vantati dal Centro nei confronti dei concessionari degli spazi.

Sono presenti in bilancio secondo il criterio del valore di presunto realizzo.

La quota di inesigibilità (svalutazione crediti) è pari al 7,33% dei crediti commerciali ed è portata in detrazione dal valore complessivo dei crediti. La quantificazione di tale posta rettificativa è determinata statisticamente in considerazione dell'esperienza maturata negli anni passati.

Di seguito viene fornito un elenco sintetico di tali crediti:

Crediti verso Tenant Euro 3.026.659

Si stimano in complessivi Euro 3.026.659

CREDITI DIVERSI

Questa posta attiva ricomprende crediti vantati nei confronti dell'Erario

Crediti Verso l'erario	700.325
Crediti versi enti locali	118.820
Altri crediti	49.071

Si stimano in complessivi Euro 868.216

Liquidità

CASSA, BANCHE E C/C POSTALE

Il Centro vanta un saldo liquido di cassa e bancario determinato il giorno 31 dicembre 2010.

Di seguito viene fornito un elenco sintetico di tali disponibilità:

Denaro e valori in cassa	956
Banche C/C	1.281.978

Si stimano in complessivi Euro 1.282.934

RATEI E RISCONTI ATTIVI

Questa voce comprende i risconti attivi relativi alla quota di costi vari (premi assicurativi nel caso trattato) che hanno avuto manifestazione monetaria in questo o in precedenti esercizi, ma di competenza dei periodi successivi

Ratei e risconti attivi Euro 16.267

Si stimano in complessivi Euro 16.267

Fondi per rischi ed oneri

Tale posta è costituita dal fondo per imposte differite relative ai componenti positivi di reddito la cui tassazione è stata fiscalmente rinviata ad esercizi successivi.

I valori sono tratti dalle scritture contabili alla data della stima:

Fondo imposte Euro 805

Si stimano in complessivi Euro 805

Debiti

FONDO TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO

Fondo trattamento di fine rapporto 890.093

ACCONTI

La voce acconti rappresenta le somme ricevute da Tenant.

Acconti 12.164

Si stimano in complessivi Euro 12.164

DEBITI VERSO FORNITORI DI SERVIZI

Questa posta si compone di debiti per forniture di beni o prestazioni di servizi relativi a fatture ricevute oppure ancora da ricevere ma relative a beni o servizi ordinati e già consegnati o prestati, al netto di note di accredito ancora da ricevere ma relative a beni già consegnati.

Debiti verso fornitori 5.047.940

Si stimano in complessivi Euro 5.047.940

DEBITI VERSO L'ERARIO ED ENTI PREVIDENZIALI

Questa posta passiva si compone di debiti verso l'Erario per imposte di esercizi precedenti e ritenute da versare, e debiti verso gli istituti previdenziali.

Debiti verso Erario	119.536
Debiti verso istituti previdenziali ed assistenziali	167.066

Si stimano in complessivi Euro 286.602

DEBITI DIVERSI

Questa posta passiva ha natura residuale e raggruppa tutti i debiti che non hanno trovato collocazione nelle voci precedenti.

La voce più consistente ricompresa nell'ammontare dei debiti verso altri è rappresentata dal debito verso il personale per retribuzioni correnti e differite.

Debiti verso il personale	263.384
Debiti verso clienti	10.419
Altri debiti	7.875

Si stimano in complessivi Euro 281.678

RISCONTI PASSIVI

Tale voce rappresenta ricavi che hanno già avuto la loro manifestazione numeraria ma che sono di competenza di esercizi successivi.

Si stimano in complessivi Euro 101.122

Indagine

Gli analisti hanno destinato un considerevole impegno all'individuazione di ogni area significativa in termini di flussi di cassa al fine di esprimere la redditività ed la situazione patrimoniale ed economica del Centro indagato, con evidenziazione del magazzino di forze del valore suscettibile di mostrare il "dispositivo del Centro" che produce la liquidità.

L'indagine è stata incentrata sullo studio e l'interazione tra informazioni storiche e valori di previsione resa possibile dal cospicuo novero di notizie tratte dai conti annuali e dall'analisi della strategia che l'impresa sta percorrendo nel suo intento di fronteggiare la competizione ed il mercato e di produrre elevati rendimenti.

Non è possibile riportare in questo studio le quantificazioni preliminari effettuate alla luce delle molteplici ipotesi sia di tipo storico che di tipo previsivo.

Di particolare rilievo è da giudicare l'introduzione dell'insieme delle informazioni in un modello a due stadi:

a) da un lato si sono prefigurati gli scenari più consoni per il periodo 2011 – 2014 (compresi). Le previsioni sono state sviluppate sulla base di una analisi dettagliata sull'andamento storico economico, patrimoniale e finanziario dell'attività del Centro, nonché su dati ed elementi qualitativi relativi al settore e ai mercati in cui opera. Si è prefigurato uno scenario base prudenziale, che riflette l'attuale struttura Immobiliare/commerciale del Centro, nonché l'evoluzione della stessa nei prossimi quattro esercizi. In particolare l'ipotesi base di partenza ha riguardato il mantenimento del volume di vendite (e relativa quota di mercato) con un tasso di crescita posto pari al 3% (per ragioni di prudenza). Gli investimenti futuri sono stati immaginati in linea con gli esercizi passati (mantenimento della struttura attuale);

b) dall'altro si è studiato un secondo stadio diretto ad indagare

l'evoluzione economica dell'impresa dal 2014 in avanti (ed in via perpetua).

La difficoltà di prestabilire, coordinare e giustapporre l'insieme delle notizie è stata superata grazie al rigore metodologico, agli incroci tra gli effetti delle diverse azioni verificate e testate e, quindi, costruendo delle giustapposizioni che hanno tenuto conto delle caratteristiche interne del Centro, delle condizioni esterne e di mercato, ed altresì conducendo analisi su mercati esteri per poter meglio apprezzare la rischiosità dell'attività svolta.

Ci è ormai noto che, per giungere ad una corretta stima dei tassi di attualizzazione, occorre svolgere un'analisi specifica sulla rischiosità del Centro.

L'indagine ha portato a percepire un rischio operativo causato dalla presenza all'interno dell'impresa di una struttura di produzione caratterizzata da "soglie" di attività non superabili per il raggiungimento massimo dei tassi di occupazione (di impianti, attrezzature e personale). Tale situazione configura un rischio operativo in quanto l'impresa non ha la possibilità di sfruttare sempre completamente le prospettive del mercato in ascesa; peraltro rimane all'interno di un ambito maggiormente protetto nei periodi di discesa del ciclo economico.

Sul piano sperimentale la presenza del rischio operativo dell'impresa emerge considerando la diversa variazione che nel tempo ricevono i ricavi di vendita dei servizi rispetto alle variazioni dell'utile "operating".

Di ciò si è tenuto conto nell'analisi previsionale ed è per tale ragione che il tasso atteso di rendimento del capitale azionario della società è stato collocato al di sopra del tasso risk free per una misura legata al rischio operativo.

Va invece rilevato come non risulti consistente il rischio finanziario per la limitata presenza nel Centro commerciale del debito e per il fatto che questo risulta appartenere a categorie di debiti sostanzialmente privi di rischio.

In particolare, considerando che per i prossimi cinque anni (periodo immediato della stima) non è dato di presumere accrescimenti del tasso di rendimento degli indici azionari (la qualcosa non consente loro di differenziarsi in forma visibile e sensibilmente dal rendimento privo di rischio) si è tratta la conclusione che anche i tassi di rendimento del capitale azionario tendono ad essere depressi (come d'altronde è depresso il tasso di crescita dell'economia nazionale ed europea). Pertanto anche alla luce dei tassi di rendimento individuati sui mercati internazionali (tipicamente americani) per segmenti di attività comparabili con quella del Centro studiato (settore arredamento - home furnishing) si è ritenuto in conclusione proponibile l'applicazione di un premio per il rischio del capitale azionario della società pari al 3%, avendo assunto quale tasso di rendimento risk free quello del 3% . Tutto ciò con riferimento al primo stadio.

Con riguardo invece al secondo stadio, vale a dire per il periodo successivo all'anno 2014 (di durata perpetua) si è giudicato che il premio per il rischio non dovesse essere superiore al 4%.

La tabella sotto riportata presenta i tassi di attualizzazione utilizzati nel primo e nel secondo stadio del capitale azionario e del capitale di credito per ZETA. I dati assunti sono giustificati dalle considerazioni sviluppate in precedenza.

Nell'applicazione della formula distinguiamo tra primo e secondo stadio.

**Primo
stadio**

Primo stadio

Si è provveduto a prefigurare uno scenario base prudenziale con stime puntuali per ogni esercizio nel periodo 2011 – 2014. Si è giunti così ai valori previsionali utili per l'applicazione del primo membro della formula del valore (A).

E' risultato che la capacità dell'impresa di produrre cash flow risulta

considerevole sia negli anni che precedono il 2011, di cui si ha l'evidenziazione storica, sia in quelli della previsione che, come già ampiamente chiarito, sono stati tarati alla luce delle caratteristiche operative e della strategia economica del Centro.

Emerge con evidenza che il Centro viene a trovarsi con una produzione di liquidità ben superiore ai suoi attuali intenti di reinvestimento e di remunerazione. Detta considerevole produzione di cash flow trova espressione analitica nella Variazione di liquidità che, nella formula, è espressa come "Variazione di cassa".

Tale fenomeno non è irrilevante ai fini della determinazione del valore poiché il metodo finanziario seguito con la formula tiene conto di detto fenomeno che da un lato associa ai nuovi investimenti del periodo una liquidità potenzialmente investibile e dall'altro non può, però, consentire di esprimere una più elevata produzione di cash flow in quanto la maggiore cassa potenziale (di cui ora si è detto) è a rendimento nullo. Per effetto di ciò il cash flow oggetto di valutazione risulta depresso (gioca su di esso negativamente, proprio la "Variazione di liquidità" non investita), ed il valore dell'impresa tende ad attestarsi su livelli più bassi.

Per far comprendere più in profondità l'argomentazione proposta si osservi che il Centro verrebbe ad avere una serie di strade alternative che consentono di ovviare in tutto o in parte l'inconveniente ora descritto.

A) Una prima soluzione consisterebbe nel destinare parte della liquidità di cui si dice ad erogazione sotto forma di dividendo, una volta garantita la presenza dei rinnovi dipendenti dai capitali consumati;

B) Una seconda soluzione consisterebbe nel rimborsare capitale proprio, una volta garantite la ricostituzione dei capitali come sopra detto; la liquidità può trasmigrare all'esterno con corrispondente riduzione di poste ideali del netto (riserve, capitale d'apporto, utili)

C) Una terza soluzione potrebbe consistere nell'impiegare la liquidità eccedente al fine del rimborso di debiti in scadenza.

Si segnala un'ulteriore possibilità (che non si è commentata per il suo ampio grado di discrezionalità) che consiste nell'apportare una doppia variante a quanto già descritto:

a) da un lato trasferendo una parte considerevole della variazione eccedente di cassa nella variazione investimenti immaginando che questi assumano per tale porzione di valore il carattere di attività finanziarie (investimenti in titoli azionari e obbligazionari).

b) incrementando il cash flow prodotto (vedasi il primo termine della formula) per il rendimento di detti investimenti finanziari.

Va da sé che la variante ora presentata per ultima sarebbe attuabile anche immaginando che la cassa eccedente trovi impiego in investimenti strategici ulteriori. Si vuole segnalare come l'analista, nell'elaborare le previsioni, abbia ipotizzato un volume di investimenti futuri, però, per il Centro congruo con la strategia attuale ed in base alle informazioni a propria disposizione.

Si intende che il Centro può anche accettare una condizione di "inefficienza" mantenendo un eccesso di liquidità sapendo, per altro, che contemporaneamente verrà a subire una perdita di valore per la sua situazione, testimoniata dalla riduzione del free cash flow attualizzabile.

Date le considerazioni di cui sopra, si è ritenuto di sviluppare tre alternative, avendo quale partenza lo scenario base predefinito nelle stime per gli esercizi 2011 – 2014. Le tre "simulazioni" prospettate sono le seguenti:

- soluzione A): ipotesi di distribuzione di dividendi (payout ratio = 0,90)
- soluzione B): ipotesi di rimborso di capitale netto con riserve,

assicurato il mantenimento di una quantità minima nella scorta di cassa, definita in misura pari alla liquidità iscritta a bilancio dall'impresa al 31 dicembre 2010

- soluzione C): ipotesi di eccedenza di liquidità (non c'è distribuzione di dividendi, né rimborsi di capitale netto, né investimenti cospicui ovvero superiori a quelli previsti dallo scenario base).

Le tre situazioni immaginate comportano a prefigurare tre ipotesi differenti riguardanti il magazzino di forze del valore: in particolare sono le poste della rimanenza finale di cassa e del patrimonio netto a variare le loro consistenze a fine esercizio nelle tre diverse situazioni. Da notare come il Conto del risultato economico previsionale rimanga il medesimo (scenario di base).

Nella determinazione del WACC (costo medio ponderato del capitale), interviene, oltre ai tassi di attualizzazione il rapporto di indebitamento ($D/(D+E)$). Nelle tre soluzioni ipotizzate tale rapporto muta il suo valore, anche se in misura limitata. Il WACC non risulta perciò il medesimo nelle tre situazioni, anche se la sua variazione non è significativa.

Si riportano i dati relativi al WACC nelle tre ipotesi previste.

Tasso atteso di rendimento del capitale azionario (Costo dell'equity) = 6%

Tasso atteso di rendimento del capitale di credito (Costo del debito) = 3%

Aliquota fiscale = 34%

Rapporto di leverage ($D/(D+E)$) ipotesi A) = 16,3%

Rapporto di leverage ($D/(D+E)$) ipotesi B) = 20,1%

Rapporto di leverage ($D/(D+E)$) ipotesi C) = 15,3%

WACC ipotesi A) = 5,34%

WACC ipotesi B) = 5,2%

WACC ipotesi C) = 5,38%

Secondo stadio

Il periodo esplicito di previsione (c.d. primo stadio) dovrebbe avere una durata che permetta al Centro di raggiungere una condizione operativa stabile alla fine del periodo, ovvero tale per cui:

- consegua margini costanti, abbia una rotazione di capitale costante ed ottenga pertanto, un rendimento costante sul capitale investito
- cresca ad un tasso costante ed investa ogni anno la medesima percentuale dei flussi di cassa nella sua attività
- abbia un rendimento costante su tutti i suoi investimenti

I parametri dovrebbero inoltre riflettere una previsione coerente della situazione economica a lungo termine del Centro.

Si ritiene come, secondo le previsioni sviluppate (scenario base prudentiale), il Centro possa raggiungere uno stadio "a regime" a partire dal 2015.

Si è proceduto a stimare un utile atteso perpetuo sulla base delle analisi del periodo del primo stadio, considerato un tasso di crescita g pari al 2%. Il tasso atteso di rendimento del capitale azionario è stato fatto pari all'8% e si è ipotizzato un payout ratio pari allo 0,75.

Si è proceduto così ad attualizzare, come indicato nella formula, il valore del capitale proprio (risultato ottenuto con il procedimento sopra descritto) e del capitale di credito (valore del debito obiettivo dell'impresa secondo le previsioni del primo stadio) all'inizio del secondo stadio (fine 2014). Segue, infine, un'ulteriore attualizzazione del valore ottenuto secondo il costo medio ponderato del capitale impiegato nell'attualizzazione dei flussi per il primo stadio.

La fase finale del processo di valutazione

Terminal Value
Tasso atteso di rendimento del capitale azionario (Costo dell'equity) = 8%
g = 2%
payout ratio = 0,75
Utile atteso perpetuo = 1.210.732
Terminal Value capitale azionario a fine 2014 = 15.436,839
Valore debito obiettivo = 1.705,234
Terminale Value capitale azionario + capitale di credito a fine 2010 (con WACC ipotesi A) = 13.921.678
Terminale Value capitale azionario + capitale di credito a fine 2010 (con WACC ipotesi B) = 12.603.623
Terminale Value capitale azionario + capitale di credito a fine 2010 (con WACC ipotesi C) = 13.900.552

LA FASE FINALE DEL PROCESSO DI VALUTAZIONE

Ottenuto il valore dell'impresa dal procedimento di attualizzazione del primo stadio, e sommati il valore del terminal value del secondo stadio, attualizzato all'epoca della stima (fine anno 2010), e il valore attuale del risparmio fiscale (calcolato sul valore del debito obiettivo), si ottiene il valore dell'impresa al 31 dicembre 2010. Per giungere al valore del capitale azionario di cessione, si deve sottrarre il valore del debito a fine 2010 (fatto corrispondere al valore del debito obiettivo).

SI MOSTRANO I RISULTATI FINALI OTTENUTI PER LE TRE IPOTESI SVILUPPATE.

Alla luce dei risultati conseguiti con le diverse metodologie, e particolarmente con quella del discounted cash flow model, si può concludere che il Centro in esame presenta alcuni caratteri di eccellenza e potenzialità assolutamente non sfruttate dall'attuale management. Tra i diversi risultati ottenuti si giudica che in termini di valore monetario di cessione le due soluzioni sub A) e sub B) del metodo ora descritto a due stadi siano tali da giustificare un valore di mercato del capitale azionario non inferiore a 16,9 milioni di euro.

IPOTESI A: DISTRIBUZIONE DI DIVIDENDI

Risultati finali ottenuti: IPOTESI A) distribuzione di dividendi (payout ratio 0,90)

Valore attuale flussi primo stadio = 3.624.644
+ Valore attuale Terminal Value capitale azionario + capitale di credito = 13.921.678
+ Valore attuale del risparmio fiscale = 579.800
= Valore delle attività al 31 dicembre 2010 = 18.671.816
- Valore debito obiettivo = 1.705.234
= Valore del capitale azionario al 31 dicembre 2010 = 16.966.523
Numero azioni al 31 dicembre 2010 = 1.500.000
= Prezzo per azione = 11,31

IPOTESI B: RIMORSO DI CAPITALE PROPRIO

Risultati finali ottenuti: IPOTESI B) rimborso di capitale netto

Valore attuale flussi primo stadio = 5.323.289
+ Valore attuale Terminal Value capitale azionario + capitale di credito = 12.603.623
+ Valore attuale del risparmio fiscale = 579.800
= Valore delle attività al 31 dicembre 2010 = 19.052.406
- Valore debito obiettivo = 1.705.234
= Valore del capitale azionario al 31 dicembre 2010 = 17.347.112
Numero azioni al 31 dicembre 2010 = 1.500.000
= Prezzo per azione = 11,56

IPOTESI C: ECCESSO DI LIQUIDITA'

Risultati finali ottenuti: IPOTESI C) eccesso di liquidità

Valore attuale flussi primo stadio = 965.655
+ Valore attuale Terminal Value capitale azionario + capitale di credito = 13.900.552
+ Valore attuale del risparmio fiscale = 579.800
= Valore delle attività al 31 dicembre 2010 = 15.991.701
- Valore debito obiettivo = 1.705.234
= Valore del capitale azionario al 31 dicembre 2010 = 14.286.408
Numero azioni al 31 dicembre 2010 = 1.500.000
= Prezzo per azione = 9,52

Conclusione

Alla luce dei risultati conseguiti con le diverse metodologie, e particolarmente con quella del discounted cash flow model, si può concludere che il Centro in esame presenta alcuni caratteri di eccellenza e potenzialità assolutamente non sfruttate dall'attuale management. Tra i diversi risultati ottenuti si giudica che in termini di valore monetario di cessione le due soluzioni sub A) e sub B) del metodo ora descritto a due stadi siano tali da giustificare un valore di mercato del capitale azionario non inferiore a 16,9 milioni di euro.

Allegato

Si riportano in allegato i prospetti di calcolo essenziali della valutazione per le tre ipotesi

Ipotesi A) : distribuzione dividendi - payout ratio 0,90

RISULTATO FINALE e FCFF 2011-2014

	2011	2012	2013	2014
Utile netto caratteristico prima degli interessi e delle imposte (EBIT)	2.002.418	2.036.559	2.065.911	2.099.085
+ Ammortamenti e svalutazioni	563.000	673.000	748.000	823.000
+ Accantonamenti a fondi rischi	0	0	0	0
+ Quota TFR	152.186	156.751	161.454	166.298
- Prodotti per uso interno	0	0	0	0
Flusso autogenerato caratteristico di CDN prima delle imposte	2.717.604	2.866.311	2.975.365	3.088.383
- Variazione Fondo di CCN ≠Cassa	995.066	125.879	154.736	90.875
= Flusso autogenerato caratteristico di cassa prima delle imposte	1.722.538	2.740.431	2.820.629	2.997.507
- Imposte sul reddito pagate	856.202	866.723	880.258	895.451
- Variazione investimenti	1.072.027	311.033	304.824	469.665
- Variazione scorta minima di cassa	1.091.702	222.364	277.982	253.836
+ Incrementi di capitale di credito	1.461.634	0	0	0
+ Incrementi di capitale proprio	1	1	0	1
= Free Cash Flow to Firm	164.242	1.340.312	1.357.565	1.378.556
- Risparmio fiscale	3.825	7.115	6.392	5.658
Flusso da attualizzare	160.417	1.333.198	1.351.173	1.372.898

Tasso di crescita g	2,00%
WACC primo stadio	5,34%
Flussi attualizzati primo stadio	3.624.644
Terminal Value Capitale proprio a fine 2014	15.436.839
Terminal Value Capitale proprio e Debito attualizzati a fine 2010	13.921.678
Valore obiettivo del debito	1.705.294
Valore attuale del risparmio fiscale	579.800
Valore finale del capitale azionario	16.966.523
Prezzo per azione	11,31

Ipotesi B) : rimborso di capitale netto

RISULTATO FINALE e FCFF 2011-2014

	2011	2012	2013	2014
Utile netto caratteristico prima degli interessi e delle imposte (EBIT)	2.002.418	2.036.559	2.065.911	2.099.085
+ Ammortamenti e svalutazioni	563.000	673.000	748.000	823.000
+ Accantonamenti a fondi rischi	0	0	0	0
+ Quota TFR	152.186	156.751	161.454	166.298
- Prodotti per uso interno	0	0	0	0
Flusso autogenerato caratteristico di CDN prima delle imposte	2.717.604	2.866.311	2.975.365	3.088.383
- Variazione Fondo di CCN ≠Cassa	995.066	125.879	154.736	90.875
= Flusso autogenerato caratteristico di cassa prima delle imposte	1.722.538	2.740.431	2.820.629	2.997.507
- Imposte sul reddito pagate	856.202	866.723	880.258	895.451
- Variazione investimenti	1.072.027	311.033	304.824	469.665
- Variazione scorta minima di cassa	0	0	0	0
+ Incrementi di capitale di credito	1.461.634	0	0	0
+ Incrementi di capitale proprio	0	0	0	0
= Free Cash Flow to Firm	1.255.943	1.562.675	1.635.547	1.632.391
- Risparmio fiscale	3.825	7.115	6.392	5.658
Flusso da attualizzare	1.252.118	1.555.561	1.629.155	1.626.733

Tasso di crescita g	2,00%
WACC primo stadio	5,20%
Flussi attualizzati primo stadio	5.323.289
Terminal Value Capitale proprio a fine 2014	15.436.839
Terminal Value Capitale proprio e Debito attualizzati a fine 2010	12.603.623
Valore obiettivo del debito	1.705.294
Valore attuale del risparmio fiscale	579.800
Valore finale del capitale azionario	17.347.112
Prezzo per azione	11,56

Ipotesi C) : eccesso di liquidità

RISULTATO FINALE e FCFF 2011 - 2014

	2011	2012	2013	2014
Utile netto caratteristico prima degli interessi e delle imposte (EBIT)	2.002.418	2.036.559	2.065.911	2.099.085
+ Ammortamenti e svalutazioni	563.000	673.000	748.000	823.000
+ Accantonamenti a fondi rischi	0	0	0	0
+ Quota TFR	152.186	156.751	161.454	166.298
- Prodotti per uso interno	0	0	0	0
Flusso autogenerato caratteristico di CDN prima delle imposte	2.717.604	2.866.311	2.975.365	3.088.383
- Variazione Fondo di CCN ≠Cassa	995.066	125.879	154.736	90.875
= Flusso autogenerato caratteristico di cassa prima delle imposte	1.722.538	2.740.431	2.820.629	2.997.507
- Imposte sul reddito pagate	856.202	866.723	880.258	895.451
- Variazione investimenti	1.072.027	311.033	304.824	469.665
- Variazione scorta minima di cassa	1.091.702	1.243.832	1.312.003	1.304.003
+ Incrementi di capitale di credito	1.461.635	0	0	0
+ Incrementi di capitale proprio	0	0	0	0
= Free Cash Flow to Firm	164.242	318.843	323.544	328.388
- Risparmio fiscale	3.825	7.115	6.392	5.658
Flusso da attualizzare	160.417	311.729	317.152	322.730

Tasso di crescita g	2,00%
WACC primo stadio	5,38%
Flussi attualizzati primo stadio	965.655
Terminal Value Capitale proprio a fine 2014	15.436.839
Terminal Value Capitale proprio e Debito attualizzati a fine 2010	13.900.552
Valore obiettivo del debito	1.705.294
Valore attuale del risparmio fiscale	579.800
Valore finale del capitale azionario	14.286.408
Prezzo per azione	9,52

Riferimenti bibliografici

- Bibliografia**
- Bertero G. (1994), *La grande distribuzione e il ciclo logistico: gestione, informatizzazione e strutture organizzative*, FrancoAngeli, Milano.
- Chierchia V. (2000), *Ipermercati: la carica degli stranieri*, Il Sole 24 Ore. Milano
- Colla E. (1995), *La grande distribuzione in Europa*, Etas I ihri. Milano
- Consiglio nazionale dei centri commerciali
- Dayan A., Sbrana R. (1994), *La distribuzione commerciale*, Giappichelli, Torino.
- Grandi S. (2008), *Retailing competition*, Egea, Milano.
- Lunghini A. (1993), *La valutazione immobiliare*, Etas Libri, Milano.
- Mangiarotti A. e Tronconi O. (2010), *Il progetto di fattibilità*, McGraw-Hill,
- Morri G. e Hoesli M. (2010), *Investimento immobiliare*, Hoepli, Milano.
- Solustri C. (1997), *Gestione e manutenzione dei patrimoni immobiliari*, NIS, Roma.
- Soens M.A. e Brown R.K. (1997), *Real Estate Asset Management*, John Wiley & Sons Inc., New York.
- Somasca T. (1995), *Lo sviluppo immobiliare*, Breglia Editore, Milano.
- Spranzi A. (1994), *La distribuzione commerciale*, FrancoAngeli, Milano.
- Tamborrino F. (1996), *Gli affari immobiliari*. Il Sole 24 Ore, Milano.

Conclusion

Conclusion

Il lavoro condotto ha mirato a configurare una cornice all'interno della quale racchiudere i contenuti essenziali della metodologia dell'analisi fondamentale e delle tecniche di esplorazione del valore per un centro commerciale; e ciò al fine di offrire un alveo in cui collocare le molteplici opzioni che si riscontrano nella pratica. Trattasi di un insieme di conoscenze necessarie anche per la fase iniziale costitutiva del centro commerciale, dunque per compierne lo studio di fattibilità nel contesto dell'analisi integrata dagli aspetti socio-economici e concorrenziali del bacino di utenza e degli aspetti tecnico-costruttivi - urbanistici al fine di valutare la fattibilità dell'iniziativa dal punto di vista dei complessivi interessi chiamati in gioco. Occorrono analisi economica e finanziaria, analisi socio-demografiche, analisi di evoluzione demografica, condizioni di reddito e dei consumi dell'ambiente prossimo, individuazione dei principali competitor, ubicazione, viabilità, l'analisi del mix merceologico, dei ricavi e dei costi di gestione. Va indagato il territorio dei potenziali flussi di clienti, vanno studiati la dimensione delle famiglie, il contesto delle categorie di lavoratori, la tipologia dei mezzi di collegamento e trasporto, le abitudini, il reddito medio della popolazione nel bacino analizzato rispetto al reddito medio nazionale o di altri bacini. Lo studio delle "isocrone" sono un punto di partenza ma non sono sufficienti a rappresentare le dimensioni reali del bacino d'utenza, in quanto il consumatore non ha quasi mai un comportamento "razionale" (non sceglie l'esercizio o il centro commerciale più grande a parità di distanza e quello più vicino a parità di dimensioni). Spesso per individuare i diversi segmenti possono essere utili ricerche di mercato specifiche, come interviste rivolte a frequentatori della zona o ai residenti del bacino d'utenza potenziale oppure la misurazione dei flussi pedonali o automobilistici.

Va analizzata la concorrenza presente e quella in progetto di

insediarsi nel bacino di riferimento, il posizionamento, la dimensione, caratteristiche merceologiche, marchi presenti e l'immagine dei singoli competitor, con una stima delle loro performance e dei loro livelli di produttività. Analisi del mercato potenziale. Un corretto merchandising mix incide sul successo del centro commerciale, per ciò la scelta degli operatori che vanno ad insediarsi all'interno va fatta in modo rigoroso per la valorizzazione del centro stesso e del suo fatturato complessivo. All'interno del centro i vari operatori debbono essere selezionati in base a strategie commerciali/organizzative, alla potenzialità del bacino di clienti che portano, alle potenzialità economiche che offrono. Le forze del Centro vanno soprattutto rapportate alle strutture della concorrenza.

Com'è stato illustrato all'inizio di questo elaborato i centri commerciali come complesso strategico hanno una storia molto antica risalente agli antichi bazar all'aperto (7° secolo), luoghi di mercato tradizionali dove la gente andava e comprava i beni da artigiani e agricoltori locali. Sviluppandosi nel tempo fino ad arrivare ai giorni nostri rappresentando una realtà complessa e ben articolata. Oggi il centro commerciale si presenta non di rado come un perno attorno al quale c'è un indotto che lavora.

I centri commerciali moderni continuano a sviluppare ed accrescere le loro funzioni anche con strutture di divertimento come cinema, punti di ristoro, pub, locali da ballo o parchi di divertimento. Questo sviluppo non solo attrarre un maggior numero di visitatori, ma si allungano anche le ore in cui il centro commerciale è in grado di fornire e produrre importanti servizi.

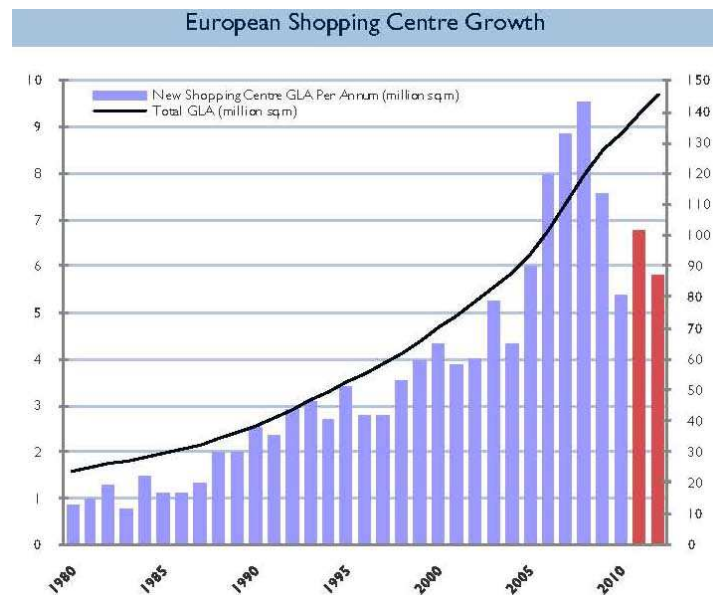
Si è proposto una formula per determinare il valore del centro commerciale in funzione del peso che il centro commerciale ha all'interno del bacino di riferimento.

Di conseguenza un valore crescente nel tempo del centro commerciale corrisponde ad un aumento del fatturato generato dai tenant, e dunque riflette la sua utilità su una vasta gamma di soggetti interni ed

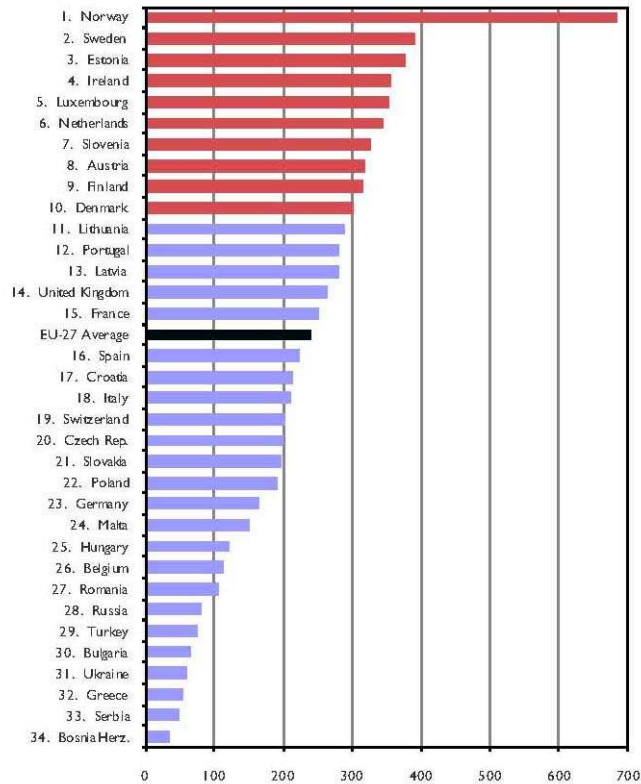
esterni. Si genera un brand che aumenta di valore oggi anche in rapporto al risparmio energetico ed alla sostenibilità ambientale rappresentando un fattore non trascurabile sia dal punto di vista economico che dal punto di vista sociale.

Il bilancio d'esercizio consolidato del Centro commerciale come complesso strategico viene redatto generalmente usando gli International Financial Reporting Standards. Ciò ha favorito la lettura da parte di azionisti di Stati diversi con regole nazionali non coincidenti, consentendo la comparazione di valori di bilancio, e di indicatori di equilibrio reddituale, finanziario e patrimoniale.

Riportiamo ora alcuni grafici espressivi della diffusione dei Centri Commerciali.



Shopping Centre GLA (sq.m) per 1,000 Population



Shopping Centre Rents & Yields

Country	Prime Rent (€/sq.m/year)	Prime Yield (%)	Short Term Yield Outlook
Austria	700 - 1,020	6.10 - 6.75	→
Belgium	800 - 1,400	5.50 - 6.00	→
Czech Rep.	800 - 1,100	6.00 - 7.00	↘
Denmark	500 - 1,150	5.75 - 6.25	→
Finland	900 - 1,600	5.00 - 6.25	→
France	1,400 - 2,000	4.75 - 5.75	→
Germany	1,200 - 1,560	4.95 - 5.80	↘
Hungary	600 - 1,080	6.75 - 7.75	→
Ireland	1,100 - 1,800	7.50 - 8.00	↗
Italy	600 - 800	6.25 - 7.25	→
Netherlands	650 - 900	6.25 - 7.00	→
Norway	800 - 1,050	6.00 - 6.75	↘
Poland	500 - 950	6.25 - 7.25	↘
Portugal	700 - 900	7.25 - 8.50	↗
Romania	300 - 650	9.00 - 10.00	→
Russia	750 - 2,200	9.50 - 10.50	↘
Slovakia	650 - 800	7.25 - 8.00	→
Spain	700 - 950	6.00 - 6.50	→
Sweden	550 - 800	5.50 - 6.00	↘
Turkey	600 - 950	8.00 - 9.00	↘
United Kingdom	1,330 - 1,850	5.50 - 6.50	→