

---

## Commissione Analisi Fondamentale

(Consigliere Referente: Teodoro Loverdos)

# La creazione di valore nelle holding

Socio Responsabile: Luca D'Onofrio

---

### Premessa

Gli analisti finanziari hanno mostrato un crescente interesse per le metodologie di analisi basate sulla creazione di valore.

Molti Gruppi aziendali quotati hanno deciso negli ultimi anni di utilizzare queste metodologie sia per un miglior monitoraggio gestionale interno, sia al fine di disporre di uno strumento di maggior trasparenza ed efficacia nella comunicazione finanziaria.

AIAF ha sempre mostrato un particolare interesse per i modelli di valutazione aziendale basati sulla creazione di valore ed ha promosso già da alcuni anni Gruppi di Lavoro per analizzare l'utilizzo metodologico dell'EVA® (Economic Value Added) che hanno prodotto i seguenti contributi tecnici:

- "Economic Value Added (EVA®): principi teorici". Quaderno n.° 90 – apr 98. (Promotore: Leonardo Leoni; Coordinatore: Giampaolo Trasi; Alberto Borgia, Massimo Cenci, Luigi Giannotti, Fabrizio Gastaldi, John Stewart)
- "L'applicazione del modello EVA® (Economic Value Added) alle Compagnie di Assicurazione". Quaderno n.°103 – apr 01. (Coordinatore: Gerardo Pecoriello; Luca D'Onofrio, Luigi Grignaffini, Ornella Moro, Stefano Porro, Roberto Spreafico, Elisabetta Toso, Giampaolo Trasi)
- "La valutazione delle imprese bancarie: un approfondimento del metodo EVA®". Quaderno n. 114 – lug 03. (Coordinatore: Fabio Fedel; Elio Berti, Marcello Bredice, Marco Cavalieri, Sergio Ciaramella, Luca Comi, Matteo Ghilotti, Gerardo Pecoriello, Elena Perini, Giovanni Razzoli, Michele Zannini).

Inoltre, i nuovi drammatici eventi scaturiti dal caso Enron e dai seguenti, hanno posto in luce da un lato le debolezze degli attuali principi contabili e dall'altro la necessità di affinare l'analisi dei Gruppi societari. Il bilancio consolidato diventa il punto di partenza per poter valutare Gruppi aziendali complessi e articolati e gli attuali dati contabili sono carenti di informazioni soprattutto riguardanti le Società non consolidate, nelle quali si possiede una partecipazione rilevante: gli attivi e i passivi nonché le valorizzazioni di scambi infra-gruppo tra Società consolidate e Società escluse dal perimetro di consolidamento. Queste carenze, se da un lato richiedono nuovi obblighi nei principi contabili, dall'altro aprono nuove prospettive all'analisi finanziaria di Gruppi quotati.

---

### Finalità

Il Gruppo di Lavoro si propone di analizzare i modelli in uso per la valutazione dei Gruppi societari partendo dalle applicazioni dell'EVA® e di altre metodologie orientate alla misurazione della creazione di valore.

In particolare, il Gruppo di Lavoro intende sviluppare un macro modello di valutazione composto al suo interno da sotto-modelli che tengano conto delle particolarità dei diversi business settoriali (assicurazioni, banche, industrie, utilities...) e delle diverse tipologie di holding (da società finanziarie "pure" a società con una storia "industriale" e una realtà attuale in parte ancora orientata al business "industriale" e in parte focalizzata in una nuova e rilevante attività di "holding").

L'obiettivo è quindi quello di far confluire, con una analisi di tipo "bottom-up", i diversi tipi di sotto-modelli in un unico modello che si configuri come un consolidato pro-forma.

---

---

## Contenuti del lavoro

Gli argomenti da trattare sono di massima i seguenti :

- analisi delle metodologie orientate alla misurazione della creazione del valore per Holding operative che controllano e gestiscono business correlati promuovendo sinergie;
- analisi delle metodologie orientate alla misurazione della creazione del valore per Holding finanziarie dove il business consiste nella gestione del portafoglio di partecipazioni;
- analisi delle variabili per l'allocazione del capitale all'interno dei Gruppi a seconda della tipologia di business;
- analisi delle variabili geografiche, fiscali e finanziarie;
- analisi della situazione delle Holding italiane.

---

## Risultati

I risultati si sono concretizzati nella redazione del Quaderno AIAF n. 120. E' prevista la redazione di alcuni articoli di approfondimento per la Rivista AIAF. In funzione dei risultati conseguiti potrà essere avviato un Corso Specialistico.

---

## Tempi

Il Gruppo di Lavoro ha iniziato la propria attività nel mese di settembre 2002.

---

## Partecipanti

La partecipazione è aperta a tutti i Soci AIAF ed esperti della materia, con competenze economico-finanziarie, normative e fiscali.  
Il Gruppo di Lavoro si avvale della collaborazione del Prof. Giorgio Donna, Preside della SAA dell'Università di Torino, presso la quale è ospitata la Segreteria AIAF di Torino.  
Per la composizione del Gruppo di Lavoro vedasi i partecipanti alla redazione del Quaderno AIAF n. 120.

---

Invitiamo tutti coloro che fossero interessati a partecipare a questa iniziativa a manifestare la loro disponibilità:

- al Socio **Luca D'Onofrio**: [luca.donofrio@capgemini.com](mailto:luca.donofrio@capgemini.com)
- o presso la **Segreteria AIAF**: [info@aiaf.it](mailto:info@aiaf.it)

---

## Attività svolte:

- **La creazione di valore nelle holding** (Quaderno n. 120 – Supplemento alla Rivista AIAF n. 52 – ott 04)  
Presentazione di Giorgio Donna – Prof. Ordinario di Economia Aziendale – Università di Torino; Partner Nagima Srl
  - Luca D'Onofrio (Coordinatore) – Socio AIAF – Consulting Services Cap Gemini Italia SpA
  - Pietro Gasparri (Coordinatore sottogruppo "holding pure") – Socio AIAF – Equity Analyst – Banca Akros SpA
  - Antonino Lo Sardo (Coordinatore sottogruppo "holding miste") – Nagima Srl
  - Igor Calcio Guadino – Gestioni Patrimoniali – Banca Reale SpA
  - Christian Carrese – Socio AIAF – Banking Analyst – Intermonte Sim SpA
  - Paolo Casa – Socio AIAF – Morelli & Partners
  - Paolo Concaro – Socio AIAF – Effe Gestioni
  - Andrea Franceschini – Toro Assicurazioni SpA
  - Sabrina Frassi – BIM Banca Intermobiliare
  - Nino Mascellaro – Socio AIAF – Investment Analyst – Centrobanca Sviluppo Impresa SGR
  - Antonio Motta – Socio AIAF – Centrosim SpA
  - Gerardo Murano – Consulente finanziario e aziendale
  - Davide Negri – PhD – Research Scientist at University of Illinois at Chicago
  - Carmelo Pappalardo – Socio AIAF – Finance & Control – TIM SpA
  - Emilio Rolih – Gruppo Servizi
  - Anna Sacerdoti – Socio AIAF – Consultant – IBM Italia
-