

Prefazione

Valore e civiltà

La generazione di valore è l'obiettivo permanente dell'impresa e dell'investitore; il concetto è misurabile quantitativamente mediante il confronto fra il ritorno sull'investimento e il costo del capitale: se il primo è superiore al secondo si ha generazione di valore, altrimenti, no: si tratta quindi di un concetto semplice e verificabile; ma non è tutto.

Per quanto misura e valutazione abbiano carattere finanziario, il processo di generazione di valore ha natura essenzialmente economica, industriale in senso lato e in un'economia sostenibile nel tempo la finanza dovrebbe operare al servizio dell'industria e non viceversa. Allo stesso tempo l'industria, pur facendo riferimento a proprietà molteplici e diversificate a livello di singola impresa, costituisce nel suo insieme un patrimonio che la società ha interesse a conservare e promuovere, così come l'industria non può prescindere dai più ampi interessi della società in cui essa opera. In questo contesto pensiamo si collochi la misura di generazione del valore.

Questa non è, a priori, prerogativa di certe tipologie di imprese piuttosto che altre – grandi o piccole, *start up* o mature, appartenenti a un certo settore invece che un altro – e prescinde anche dalla forma giuridica: può essere generato da parte di ogni impresa, purché siano permanentemente presidiati:

1. le competenze caratteristiche proprie: ciò che si sa fare;
2. il posizionamento competitivo: ciò che fanno gli altri *players* e ciò che accade intorno all'impresa in generale (ad esempio: leggi, regole, assetti settoriali e istituzionali, cambiamenti strutturali quali la demografia, la geopolitica, il clima, ecc.).

Ogni volta che si tratti di generazione di valore ci si troverà sempre a che fare con

- persone,
- denaro,
- innovazione.

Inoltre, persone, denaro e innovazione devono essere sistematicamente organizzati e guidati dal *management*, affinché non si disperdano in azioni scoordinate che porterebbero a risultati contrastanti con l'obiettivo.

Infine, l'entità endogena di impresa deve correlarsi all'esogeneità del mondo esterno attraverso una efficace *corporate governance* che governi le relazioni con gli *stakeholders* esterni nonché, all'interno dell'impresa, guidi il funzionamento degli organi di comando, indirizzo e controllo.

L'evoluzione culturale e l'innalzamento progressivo del livello di civiltà nel tempo esigono che la generazione di valore da parte dell'impresa sia durevole, cioè ripetibile nel tempo, e sostenibile, dunque non basata sulla distruzione di risorse non riproducibili.

È significativo e confortante che questa realtà sia misurabile e confrontabile nel tempo e nello spazio, tanto più quanto maggiore è la trasparenza del sistema impresa-mondo esterno. Insieme agli altri fattori già citati precedentemente, la trasparenza è elemento fondamentale affinché il valore generato assuma un significato sociale più ampio dell'interesse specifico dei singoli *shareholders* e possa produrre frutti tanto più generosi quanto più libera e aperta è la società in cui l'impresa opera.

L'insieme di questi fattori – persone, denaro, innovazione, *management*, *corporate governance*, durevolezza e sostenibilità – costruisce la reputazione dell'impresa nel mondo che, a sua volta, forma il carattere interno dell'impresa nel tempo.

Questa monografia tratta della misurazione del valore di impresa nel contesto evolutivo della civiltà attuale, dei criteri, delle tecniche e degli strumenti e per farlo deve confrontarsi inevitabilmente con le variabili endogene e con quelle esogene del processo di valutazione, che deve considerare non solo le quantità, ma anche le qualità dei fattori di generazione del valore indicati precedentemente; anche e soprattutto per comprendere le ragioni per cui il valore, ancorché misurabile, e quantitativamente misurato, muti nel tempo.

Sull'argomento, chi scrive ricorda rilevanti eventi relativi a settori industriali di propria esperienza professionale: informatica, telecomunicazioni, cavi e pneumatici.

A cavallo fra gli anni Ottanta e Novanta del secolo scorso si assistette ad una radicale mutazione dell'industria informatica mondiale. IBM, *leader* indiscusso del settore da decenni, accusò una crisi dalla quale uscì dopo anni di travaglio che videro succedersi vari *CEO's* alla sua guida, fino a trovare una nuova *value proposition* e un diverso posizionamento competitivo, spostandosi verso *software* e servizi, ma non riuscì più a essere il *leader* indiscusso del proprio campo di competizione. Sperry Univac e Burroughs, tenaci *competitors* di IBM e fra loro per decenni, nel 1986 si fusero creando un complesso di 120.000 dipendenti che visse un decennio di difficoltà; undici anni dopo, nel 1997, l'azienda si era ridotta a 30.000 dipendenti, un *downsize* di tre quarti! Ancora più severo il caso di Digital Equipment: fondata nel 1957 da Ken Olsen crebbe costantemente diventando un importante concorrente nel settore fino alla fine degli anni Ottanta, dopodiché si avvìò senza più riprendersi fino all'uscita del suo stesso fondatore venendo, infine, venduta a Compaq nel 1998 per passare poi, nel 2002, a H.P. Quest'ultima, invece, fondata nel 1939 da Bill Hewlett e David Packard a Palo Alto, California, si inserì rapidamente nel gruppo, il *bunch*, dei maggiori operatori del settore; visse, affrontò e attraversò la crisi degli anni Novanta e ne uscì riuscendo a cogliere ancora, fra alti e bassi, altri successi negli anni che seguirono. È curioso osservare che fattore di successo di H.P., negli anni Novanta, fu, fra l'altro, l'investimento nel *business* delle stampanti, prodotto tipicamente *hardware*, in un tempo in cui era unanimemente teorizzata la fine dell'*hardware* e l'ineluttabilità di spostarsi verso *software* e servizi per avere successo; ciò a conferma che è sempre possibile generare valore se si possiedono competenze appropriate e si sa scegliere il posizionamento corretto.

In Europa la francese Compagnie de Machines Bull, fondata nel 1933, attraverso varie trasformazioni diventò uno degli operatori più importanti e a cavallo degli anni Ottanta e Novanta acquisì l'americana Honeywell Information Systems – che negli anni Settanta e Ottanta era stata uno dei principali concorrenti di IBM – affermandosi quindi come il principale operatore europeo. Bull lottò tenacemente negli anni seguenti contro il declino mediante acquisizioni e trasformazioni, ma infine, nonostante il supporto dello Stato francese, cedette nel 2014 all'OPA da parte di Atos.

In Italia, di Olivetti resta la memoria di una storia unica sul piano individuale, locale e, al contempo, internazionale; e un marchio non scalfito dagli oltraggi del tempo.

Le vicende di queste imprese narrano, complessivamente, di un'imponente distruzione di valore *worldwide* causata da un fenomeno che evoca la scomparsa dei dinosauri: sotto l'azione di un'evoluzione tecnologica tumultuosa i protagonisti dell'epoca dei *mainframe* e dei sistemi operativi proprietari non riuscirono, sostanzialmente, a convertirsi dal passato al nuovo; intanto, con Microsoft ed Apple, senza alcun passato da convertire, nacque a metà degli anni Settanta la nuova industria informatica – e poi digitale – che creò una generazione di valore ancora più imponente che perdura tuttora.

Un altro settore, quello delle telecomunicazioni, conobbe, alla fine degli anni Novanta, un rapido incremento di valore alimentato dalle aspettative del passaggio dalla telefonia alle telecomunicazioni e alle vastissime applicazioni che ne sarebbero derivate. Nei decenni successivi si assistette invece, nel complesso, a un declino dei valori nonostante un'intensa e continuativa innovazione tecnologica sostenuta da ingenti investimenti il cui ritorno fu però contrastato dalla scomparsa delle fonti di ricavo tradizionali, solo in parte compensata dalle nuove sorgenti di ricavo caratterizzate, però, da prezzi decrescenti. Diversamente dal settore informatico, quello delle telecomunicazioni è governato dall'*Authority* regolatoria, tipica variabile esogena di propagazione, che, ispirandosi sia a livello nazionale che europeo (diversamente dagli Stati Uniti) a un concetto di concorrenza inteso a privilegiare il consumatore proliferando un numero elevato di operatori, ha colpito i conti economici degli *incumbents*, unici investitori, peraltro, nella permanente innovazione tecnologica. È questo un esempio della rilevanza dell'esogeneità sulla generazione di valore. Nei quindici anni successivi all'inizio del nuovo millennio le principali *TELCO's* europee persero complessivamente il 10% del loro valore: TIM (già Telecom Italia) perse oltre il 50%, Deutsche Telecom il 49%, Telefonica il 3%; solo British Telecom lo conservò con una leggera crescita del 2% e ancor meglio seppe fare Vodafone che lo incrementò del 10% circa.

Va sottolineato, e sempre ricordato, che nei primi dieci anni di questo secolo il processo di generazione di valore subì due – per ricordare solo i maggiori – eventi tipici dell'esogeneità dinamica imprevedibile che alterano profondamente i valori, dopo ognuno dei quali il mondo non fu più

quello di prima: l'attentato alle Twin Towers di New York l'11 settembre 2001 e la crisi finanziaria del 2008, plasticamente rappresentata dal fallimento di Lehman Brothers.

Infine, ad esempio, in un settore industriale antico, erroneamente immaginato a più bassa intensità innovativa e tecnologica, quello dei cavi e degli pneumatici, dal 1872 Pirelli ha vissuto, fra fasi di successo ed altre di difficoltà, competendo nel mondo e generando valore pur attraversando esogeneità di ogni genere, basti pensare anche solo alle due guerre mondiali del Novecento. Abbandonato il settore dei cavi nel 2005, Pirelli ha proseguito concentrandosi sempre più nel settore degli pneumatici a più alto tasso di innovazione e tecnologia e a quasi 150 anni dalla sua fondazione testimonia che il presidio delle competenze specifiche e la vigilanza sul posizionamento competitivo sono forze potenti di generazione del valore.

L'anno 2020 è iniziato nel segno dell'epidemia *Coronavirus* subito palesatasi per pandemia che, partita dalla Cina, si è ben presto estesa all'Europa, al Regno Unito, agli Stati Uniti, senza trascurare Giappone, Corea del Sud e altri Paesi del *Far East*, l'Iran, Israele e il Medio Oriente, la Russia, il Sud America e altri ancora. L'effetto si è manifestato non solo in termini di contagio e di vite umane, ma anche di paralisi economica generalizzata – ma con severità accentuata per il settore dei trasporti, dell'*automotive*, del turismo, della ristorazione, dei servizi alla persona – sia dal lato dell'offerta che da quello della domanda con conseguenze negative immediate sul P.I.L. mondiale e sulla caduta del valore delle imprese segnalata da tutte le Borse del mondo: tutti i *record* di caduta dei valori di Borsa rilevati negli anni passati nelle giornate più nere sono stati battuti al ribasso misurando una distruzione di ricchezza senza precedenti. Subito le Banche Centrali sono intervenute per assicurare liquidità ai sistemi economici e i Governi hanno varato piani di sostegno ai propri sistemi sanitari e alle imprese senza precedenti. Il mercato ha reagito recuperando parzialmente le perdite, ma mantenendo un'elevata volatilità. Mentre il flagello evolve secondo curve localmente disallineate, si studiano e si predispongono piani di graduale ritorno a una semi-normalità in attesa del vaccino che debelli il morbo e avvii la ricostruzione del quadro economico che, possiamo prevedere, esprimerà una nuova realtà e, presumibilmente, un *sentiment* differente circa la valutazione della realtà stessa. Di nuovo, l'esogeneità dinamica imprevedibile ha scosso le variabili economiche endogene la cui valutazione non è possibile prescindendone.

Per l'investitore e per l'impresa la misurazione prospettica del valore ha significato al fine di riuscire a catturarlo in modo non effimero; non solo: la misura razionale del valore è necessaria anche per conferire credibilità ai bilanci attraverso la verifica del valore degli *assets* tangibili e intangibili mediante i *test di impairment*. Incessantemente il mercato misura il valore e offre le opportunità per catturarlo e il mercato, si usa dire, ha sempre ragione; per avere ragione, però, cambia repentinamente opinione, si corregge, e senza preavviso.

Nella ricerca e misura dei *drivers* fondamentali del valore il valutatore necessita di più strutturati strumenti; fra questi, i più usati sono quelli del *Discounted Cash Flow* (*D.C.F.* o valore attuale dei flussi di cassa futuri), dell'*Economic Value Added* (*E.V.A.* o differenza fra il ritorno sul capitale investito e il costo del capitale), dei "multipli" (rapporto fra *enterprise value* o *market capitalization* e margine operativo lordo, o *EBITDA*).

L'uso del *D.C.F.* richiede di avvicinarsi molto all'impresa per conoscerne i piani industriali, i flussi di cassa, i prodotti, le tecnologie, nonché i già citati fattori di generazione del valore, e maggiore è l'avvicinamento, maggiore è la sua significatività. L'insieme dei dati storici e di quelli prospettici consente di costruire *business plans* che possono offrire un quadro sufficientemente dinamico dell'impresa; attraverso il costo del capitale si inserisce nelle misurazioni il concetto di rischio, espresso dal *Beta* (rapporto tra la covarianza del rendimento del titolo dell'impresa oggetto di valutazione con il rendimento di mercato, e la varianza del rendimento di mercato) nel quale si vorrebbe stringere tutta l'esogeneità cui l'azienda è esposta.

Al fine di ampliare il campo di valutazione per cogliere, se non un punto, almeno un *range* nel quale sia possibile trovare il valore ricercato, è uso comune, ad esempio, ipotizzare vari valori di *Beta* o, meglio, di coefficienti di rischio che misurino sinteticamente scenari diversi, e in base ad essi calcolare vari valori di impresa conseguenti e ragionare poi entro la matrice dei valori ottenuti. Analogamente, si usa misurare l'effetto di accadimenti variamente probabili per costruire scenari *best*, oppure *worst* – tutti variamente qualificati – da affiancare al caso "base".

L'uso dei multipli, dove il margine operativo lordo costituisce una prima approssimazione del flusso di cassa, confrontati con lo stesso rapporto di altre imprese giudicate comparabili, è ancora più semplice e nella sua semplicità stanno la sua forza, la facilità d'uso, e il suo limite: i multipli

sono statici e muti, racchiudono, ma non rivelano, le specificità endogene ed esogene, che rimangono imperscrutabili. Ancora di più quando, come nella vicenda storica attuale, le variabili economiche siano state squassate dall'esogeneità imprevedibile.

L'uso di questi strumenti è facilitato dalla disponibilità, per le società quotate, di ricchi *data base* accessibili istantaneamente; per quelle non quotate si può fare riferimento ai dati di società quotate giudicate *comparables* con quella oggetto di valutazione. A questo riguardo, la qualifica di *comparable* è passaggio delicato: non è infatti sufficiente, ovviamente, l'appartenenza a uno stesso settore merceologico, ma è necessario che il *test* di comparabilità consideri anche, ad esempio, le dimensioni, i mercati, i prodotti, l'internazionalità, nonché almeno alcuni dei fattori di generazione del valore già più volte citati, quali, ad esempio, il *management* e la *governance*. La superficialità dell'analisi porterebbe a conclusioni pericolosamente fuorvianti.

Anni di tassi quasi nulli e praticamente *flat* sembrerebbero avere facilitato il lavoro di valutazione, ma non è così: rischi molteplici ad accadimento discontinuo alimentano volatilità che mettono a dura prova le valutazioni più accurate; infine, l'uso crescente degli algoritmi facilita il calcolo, ma complica il controllo dei risultati

Le considerazioni finora svolte inducono a concludere che anche le più accurate misurazioni del valore sono esposte a un certo campo di indeterminazione perché "... ci sono più cose fra la terra e il cielo..." di quante ne possa contemplare il *Beta*.

Si sono citati, precedentemente, due eventi che hanno prepotentemente influenzato la generazione del valore nel primo decennio di questo secolo ed un terzo che stiamo vivendo, ma non sono i soli: circa venticinque anni fa il mondo è entrato in una fase di globalizzazione che ha generato, e anche distrutto, quantità enormi di valore: si calcola che almeno un miliardo di persone sia uscito dalla povertà – il caso più notevole di inclusività mai compiuto dall'umanità in un arco di tempo così breve – molti altri ne hanno beneficiato e altri ancora se ne sono sentiti danneggiati. Ciò ha innescato poderosi mutamenti di stampo sovranista in politica e protezionista in economia; la partita è in corso, l'esito incerto, ma è certissimo che la metrica di generazione di valore in una società libera e aperta sia diversa e più ricca da quella in società illiberali chiuse.

Alla fine, tenuto conto di tutto, compete all'investitore, sia esso perso-

na fisica, fondo, impresa, prendere la decisione e formulare, solitariamente, la scelta di investimento: “sì”, e “a quale prezzo”, oppure “no”; nel momento della decisione sarà allora determinante il soccorso di forze ancora poco esplorate, quali il *timing*, cioè la capacità di cogliere il momento, la prudenza, il coraggio, la forza di carattere.

Nel contesto della teoria e della pratica degli studi sulle valutazioni di impresa la presente monografia intende affrontare il tema da un'angolazione che gli autori reputano più in sintonia con il tempo attuale: nel ribadire con convinzione la centralità del metodo dei flussi di cassa scontati, tale angolazione si apre a nuovi orizzonti in termini di impatto sul costo del capitale, di fattori di rischio come quelli relativi alle variabili di *governance* di sistema, di sostenibilità, in generale di – usando una terminologia ormai attuale e consolidata – *Environmental, Social and Governance (ESG)*. Tale impostazione abbraccia, in modo olistico, le più recenti riflessioni economiche e giuridiche sulle ragioni di esistenza dell'impresa, sulla *mission* aziendale riportate anche recentemente al centro del dibattito dalla dichiarazione di 181 *Chief Executive Officers* della Business Roundtable “*who commit to leading their companies for the benefit of all stakeholders – customers, employees, suppliers, communities and shareholders*”.

La dichiarazione intende affermare – riteniamo – un più alto “livello di civiltà” in cui collocare il processo di generazione di valore dell'impresa, le modalità e i vincoli che si vuole siano rispettati, senza peraltro alterarne le basi concettuali, né i cardini della misura fondati sulla remunerazione di tutti i fattori produttivi. Tale misura altro non è se non la remunerazione del fattore produttivo costituito dal capitale di rischio: è remunerazione residuale, di rischio appunto, risultando dalla somma algebrica dei ricavi e dei costi, dopo avere remunerato tutti gli altri fattori produttivi, ovvero il lavoro con i salari e gli stipendi, l'uso delle risorse e i prestatori d'opera in senso lato con i costi delle prestazioni, il capitale di debito con gli interessi passivi, lo Stato con le imposte. Ciò che resta, se superiore al costo del capitale, remunera il capitale di rischio che può coincidere, anche solo in parte, con la remunerazione dell'imprenditore. Se tale somma algebrica è negativa, o inferiore al costo del capitale, significa che l'impresa impiega più risorse di quante non riesca a generarne e pertanto la remunerazione di “tutti” i fattori produttivi ne viene compromessa; se protratta nel tempo, questa situazione mette a rischio la continuità dell'impresa, che fallisce la *mission* che ne giustifica l'esistenza: distrugge ricchezza, anziché crearla,

e scarica perdite e danni non solo sugli *shareholders* e *stakeholders* dell'impresa, ma sulla collettività intera.

La disciplina della remunerazione di tutti i fattori produttivi è imposta dalla limitatezza delle risorse e dei beni di fronte alla illimitatezza dei bisogni; la sua pratica rispettosa ha consentito nel tempo la soddisfazione continua di bisogni crescenti ad un livello di qualità migliore; ma questa è condizione solo necessaria e non più sufficiente: la storia non è infatti finita e nuovi bisogni reclamano soddisfazione, altri se ne presenteranno inesorabilmente, e tutti dovranno essere continuamente soddisfatti dall'impresa e dalla società, insieme, secondo una ripartizione dei compiti coerente con ciò che ognuna delle entità sa fare meglio.

Il ruolo dell'impresa – la sua valutazione e la sua giustificazione etica – viene quindi a consistere non più solo nell'allocazione del capitale e nell'impiego dei fattori produttivi per il raggiungimento di un determinato obiettivo economico remunerandoli durevolmente tutti, ma nella capacità di soddisfare al contempo i bisogni e le istanze della popolazione degli *stakeholders* dell'impresa, ma non solo quelli, le cui aspettative e giudizi di valore costituiscono, anche se in forme non del tutto codificate, il livello di civiltà di un certo spazio geopolitico in un certo momento storico, in evoluzione continua. Tale capacità di soddisfacimento “largo” delle esigenze di tutti gli *stakeholders* finisce con essere una remunerazione immateriale, ma tangibilissima nei loro confronti, e contemporaneamente un investimento di impresa che “ritorna” nell'apprezzamento del valore dell'impresa stessa, premiando così la popolazione degli *shareholders*. È una circolarità ampia che richiede sensibilità di *management* e metriche di valutazione più sottili e complesse per essere adeguate ai tempi e in cui la reputazione assume una rilevanza determinante.

Vengono in mente, a questo riguardo, le dieci regole del buon imprenditore enunciate da Leopoldo Pirelli che concludeva così: *“Chiudo ricordando per ultima la prima qualità che un imprenditore deve sempre avere: cercare, cercare con tutte le sue forze, di chiudere dei buoni bilanci. Se non ci riesce una volta, riprovare. Se non ci riesce più volte, andarsene. E se ci riesce, non credersi un padreterno, ma semplicemente uno che, dato il mestiere che ha scelto, ha fatto il suo dovere”*.

È un ammonimento severo e quanto mai attuale, in considerazione del fatto che i bilanci sono, sostanzialmente, sottoposti al giudizio non solo degli *shareholders* e *stakeholders* attuali, ma anche della popolazione degli

stakeholders investitori potenziali – *shareholders* futuri – e per ottenere la qualifica di “buoni” si trovano pertanto inevitabilmente a dover rendere conto anche delle modalità attraverso le quali sono stati remunerati i fattori produttivi e della misura in cui sono state soddisfatte le esigenze umane e naturali dell’ambiente circostante. Non è un concetto nuovo: già circa sessant’anni fa un grande economista italiano, Giovanni Demaria, includeva la “funzione di incivilimento” fra i caratteri specifici dell’impresa segnalandone la vocazione ad andare oltre il mero conseguimento del profitto.

Il mestiere dell’imprenditore, del *manager*, dell’investitore è diventato più difficile e complesso, ma la bussola del successo durevole continua a essere, riteniamo, l’interesse dell’impresa nel lungo periodo nel contesto di civiltà in cui essa opera, più che quello dei singoli *shareholders* e *stakeholders* del momento.

Enrico Parazzini