

IL COMMERCIALISTA VENETO n. 156 - NOVEMBRE / DICEMBRE 2003



ASSOCIAZIONE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI DELLE TRE VENEZIE

INSERTO 1

ANALISI E VALUTAZIONE DELLA STRATEGIA D'IMPRESA

A cura di

RENZO ROSIN
Ordine di Venezia

ANALISI E VALUTAZIONE DELLE STRATEGIE D'IMPRESA

Excursus storico, attualità e prospettive ¹

1. PRESENTAZIONE
2. LA TEORIA DEL VALORE
3. PIANIFICAZIONE E STRATEGIA
4. I PRINCIPALI MODELLI DI ANALISI E VALUTAZIONE STRATEGICA
 - 4.1 IL MODELLO DELLA CONCORRENZA MONOPOLISTICA
 - 4.2 L'ALBERO DU PONT
 - 4.3 BREAK EVEN E BUDGET ECONOMICO-FINANZIARI
 - 4.4 LA MATRICE DELLE STRATEGIE COMPETITIVE
 - 4.5 COMPETENZE DI BASE E COMPETENZE DISTINTIVE
 - 4.6 IL MODELLO DEL REDDITO RESIDUALE
 - 4.7 STRATEGIE CORPORATE E STRATEGIE DI BUSINESS
 - 4.8 LA MATRICE CRESCITA DI SETTORE-QUOTA DI MERCATO
 - 4.9 CATENA DEL VALORE, MODELLO DELLE CINQUE FORZE E STRATEGIE FUNZIONALI
 - 4.10 IL MODELLO CONTABILE
 - 4.11 LA CRESCITA SOSTENIBILE COME FUNZIONE DELLA CAPACITÀ DI AUTOFINANZIAMENTO DELL'IMPRESA
 - 4.12 IL MODELLO DELLA CRESCITA SOSTENIBILE IN CHIAVE FINANZIARIA
 - 4.13 LA CRITICA AL MODELLO CONTABILE
 - 4.14 IL CAPITAL ASSET PRICING MODEL
 - 4.15 IL MODELLO FINANZIARIO
 - 4.16 LO S.V.A. – SHAREHOLDER VALUE ADDED
 - 4.17 IL MODELLO CKM – COPELAND, KOLLER E MURRIN
 - 4.18 L'E.P. – ECONOMIC PROFIT E L'E.V.A. - ECONOMIC VALUE ADDED
 - 4.19 LA BALANCED SCORECARD
 - 4.20 CREAZIONE DI VALORE E STRATEGIA ECONOMICO-FINANZIARIA: COMPATIBILITÀ
5. LO STATO DELL'ARTE
6. STRATEGIA D'IMPRESA: TENDENZE E PROSPETTIVE

1. PRESENTAZIONE. Già nel 1999, si parlava un po' ovunque nelle riviste specializzate e nei giornali economici, di creazione di valore, ma l'impressione che ne ricavava il lettore, anche quello più avvertito che non fosse stato, per professione o età anagrafica, in linea con lo straordinario cambiamento avvenuto nella teoria e nella prassi della finanza d'impresa a partire dalla prima metà degli ultimi anni '90, era di trovarsi di fronte ad uno dei tanti slogan di cui è periodicamente intessuta la letteratura economica.

Che non si trattasse di uno slogan, lo si poteva apprendere dalla lettura di **Corporate Governance, Odissea nel valore**²: un libro che, oltre ad essere una guida completa ai principi, alle strategie ed ai processi gestionali di un nuovo modello di corporate governance per le banche italiane, presenta anche una riflessione sull'attuale evoluzione del contesto socio-economico, da cui emerge una nozione d'impresa bancaria capace di prestare un'adeguata attenzione ai risultati di lungo periodo e di considerare esplicitamente anche il valore aggiunto trasmesso ai clienti, ai fornitori, ai dipendenti ed all'intera collettività. Un'impostazione, questa, che va sotto il nome di **soluzione stakeholders**, sulla quale si sono misurate anche eminenti figure della politica internazionale, tra cui, ad esempio, il sociologo britannico Antony Giddens³, il primo ministro britannico Tony Blair e l'ex presidente degli Stati Uniti d'America Bill Clinton.

In quello stesso 1999 mentre si rinveniva in **La creazione di valore nella gestione dell'impresa**⁴ un'esauritiva ed avvincente rassegna del-

le problematiche relative alla creazione di valore (i principi, le logiche generali e gli strumenti di supporto, nonché il loro riflesso sui processi d'impresa), **Il sistema delle strategie aziendali**⁵ permetteva di accedere agevolmente alle metodologie ed agli strumenti necessari per affrontare le questioni poste dalla ricerca di un equilibrio generale dell'impresa.

Sul finire del 2000, infine, **Il giudizio integrato di valutazione, dalle formule al processo valutativo**⁶ si presentava come l'argomentata presa di coscienza che le formule di valutazione del valore sono inefficaci se gli elementi quantitativi che esse assumono e contengono non hanno un'ampia e razionale base informativa e veniva, pertanto, a costituire un'autorevole spinta all'approfondimento del tema dell'analisi e della valutazione delle strategie d'impresa.

2. LA TEORIA DEL VALORE. E' per sopperire alle carenze informative del modello contabile di valutazione che è sorta l'esigenza di correlare gli obiettivi interni di gestione con le logiche di funzionamento dei mercati finanziari. Ciò è avvenuto attraverso schemi di analisi e modelli di valutazione finalizzati a misurare la performance aziendale in termini di ricchezza creata per i soci, ad opera, oltre che di accademici, di società internazionali di consulenza di direzione ed organizzazione aziendale.

Ciò che conferisce valore ai prodotti ed ai servizi è l'utilità che questi hanno per i consumatori. A loro volta, prodotti e servizi fuoriescono da

¹ L'idea, ed in parte anche la traccia del presente articolo, deriva dallo studio di (1) Pier Luigi Piccari, *La valutazione di una strategia. Modelli e parametri della pianificazione*, in Vincenzo Comito e Pier Luigi Piccari, *Idee e capitali*, UTET Libreria, Torino, 2002; (2) Andrea Amaduzzi, *Obiettivi e valore dell'impresa: misure di performance*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2000; (3) Giorgio Invernizzi, *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, McGraw Hill, Milano, 1999, oltre che dalla lettura degli altri testi citati. La rielaborazione degli appunti redatti nel corso dello studio dei temi trattati è stata organizzata a medaglioni: una introduzione e tante trattazioni quanti sono i punti ritenuti meritevoli di essere trattati. L'apparato di riferimenti bibliografici, lungi dal voler costituire un erudito snobismo, sono, prima di tutto, il pagamento del debito di essermi impadronito di concetti, argomentazioni ed informazioni.

² Claudio Scardovi, *Corporate governance, Odissea nel valore*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1999.

³ Antony Giddens, *Cogliere l'occasione, Le sfide di un mondo che cambia*, Carrocci, Roma, 2003, titolo originale dell'opera *The third way and its critics*, Polity Press in association with Blackwell Publishers Ltd, London, United Kingdom, 2000.

⁴ Giorgio Donna, *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carrocci Editore, Roma, 1999.

⁵ Giorgio Invernizzi, *Il sistema delle strategie aziendali*, McGraw Hill Libri Italia Srl, Milano, 1999.

⁶ Luigi Guatri, *Il giudizio integrato di valutazione: dalle formule al processo valutativo*, Università Bocconi Editore, Milano, 2000.

imprese che sorgono e perdurano per creare valore, tanto che la loro sopraggiunta incapacità a questo riguardo ne determina la scomparsa. Ora, la **teoria del valore** si basa sul principio in base al quale l'impresa riesce ad assicurarsi, attraverso la sua durevole continuità, uno sviluppo. L'impresa, però, si sviluppa soltanto generando nuovo valore, il quale emerge tutte le volte che all'impresa riesce di far rendere il capitale di più di quanto esso non costi.

L'obiettivo della creazione di valore, che coincide con quello della massimizzazione della ricchezza dei soci, sembra essere più evoluto di quello della massimizzazione dei redditi, dato che, a differenza di quest'ultima finalità, tende a tenere conto della distribuzione temporale dei diversi risultati economici e del rischio associato agli stessi⁷.

La **creazione di valore** è venuta, quindi, a contrapporsi alla più nota finalità dell'impresa costituita dalla massimizzazione del profitto.

Di natura finanziaria, la finalità della creazione di valore si presenta dotata di maggiore capacità normativa ai fini del governo dell'impresa. Essa, portando ad identificare ed a garantire le condizioni per la durevole continuità dell'impresa nel lungo termine⁸, risulta essere largamente condivisa da parte di tutti gli **stakeholder**⁹ ed è per questo che le scelte strategiche andrebbero valutate in base al ritorno che esse provocano per i soci in termini di creazione di valore.

3. PIANIFICAZIONE E STRATEGIA. E' dalla capacità d'adattamento alle condizioni esterne dell'ambiente, ossia dalla capacità di pianificare, che dipendono l'affermazione e la crescita dell'impresa. L'esito delle iniziative imprenditoriali è, infatti, condizionato dall'evoluzione dell'ambiente, che obbliga l'impresa a verificare di frequente le proprie scelte alla luce dei risultati conseguiti⁹.

Lo sviluppo dell'impresa è, dunque, funzione, oltre che della qualità e quantità delle risorse disponibili, anche delle modalità con le quali queste ultime sono pianificate e gestite.

Anche se l'impresa persegue normalmente quegli obiettivi che risultano dall'estrapolazione a medio-lungo termine della situazione corrente, essa tende ad individuare i limiti di quegli stessi obiettivi. Infatti, se l'equilibrio è lo stato normale dell'impresa, la sua crescita prende avvio quando, recependo i sempre nuovi impulsi che le provengono dall'esterno, essa si propone di perseguire stati di equilibrio più avanzati.

Al perseguimento di tali più avanzati equilibri presiede l'attuazione di una **strategia**, la quale, lungi dall'essere univocamente definita, risponde alle due fondamentali domande "**dove si vuole andare?**" e "**come ci si vuole arrivare?**". E, infatti, non esiste ancora in dottrina una definizione generalmente accolta di strategia, tant'è che i più noti cultori della materia¹⁰ tendono a riconoscersi nell'affermazione, ormai non propriamente recente, del più autorevole giornale economico britannico¹¹: "Nobody really knows what strategy is (...) Strategy answers two basic questions: Where do you want to go? How do you want to get there?". Attraverso la strategia, l'impresa si pone l'obiettivo della creazione e della difesa di un vantaggio competitivo, sia che questo consista in una riduzione dei costi oppure in un incremento delle vendite oppure in una differenziazione dei prodotti o servizi rispetto a quelli dei concorrenti¹². Con il termine strategia si è, dunque, portati a riferirsi a quell'insieme di decisioni, attraverso cui (1) è definita la finalità dell'impresa e (2) sono specificati i beni e servizi da produrre, i mercati in cui venderli ed (3) elaborati i piani generali e le modalità da seguire per realizzarle.

Il pensiero strategico qualitativo, fatto cioè di soli concetti, si completa con l'analisi quantitativa, ossia con la pianificazione, capace di tradurre il pensiero strategico qualitativo in piani specifici che indichino le risorse

necessarie e la creazione di valore ottenibile.

La strategia tende, perciò, a fondersi con la **pianificazione**, la quale ne costituisce l'aspetto quantitativo, ed entrambe sono formalizzate in un piano strategico, il cosiddetto **business plan**.

4. I PRINCIPALI MODELLI DI ANALISI E VALUTAZIONE STRATEGICA. Fino alla prima metà degli anni '30, la teoria del prezzo si esaurisce nella teoria della concorrenza perfetta e del monopolio puro e gli economisti, pur consapevoli che molti mercati si discostavano dalle previsioni di questi due modelli, ritenevano di poter porre sotto analisi attraverso queste due teorie ogni caso concreto.

4.1 IL MODELLO DELLA CONCORRENZA MONOPOLISTICA. Nella rappresentazione del modello dell'economia neoclassica di allora, il mercato determina il prezzo e all'impresa, incapace di premere sugli equilibri concorrenziali esistenti, non resta che attuare la propria scelta in materia di organizzazione della produzione e di distribuzione del prodotto.

Questo modello, cui presiede una visione del mercato che l'impresa subisce passivamente, è invero irrealistico, perché l'ambiente competitivo dipende anche dalla complementarità dei comportamenti delle diverse imprese in esso operanti.

Ciò dura fino alla fondamentale critica cui l'italiano Piero Sraffa sottopone le due teorie della concorrenza perfetta e del monopolio puro, concludendo come esse valgano soltanto nei casi estremi, all'interno dei quali, dunque, ricadevano tutti i casi empiricamente rilevanti¹³.

Il lavoro di Sraffa costituisce un poderoso stimolo alla successiva ricerca economica, che porterà, tra l'altro, all'elaborazione del contributo di Edward H. Chamberlin¹⁴, con il quale viene formalmente teorizzato come l'impresa possa aumentare le vendite, agendo, oltre che sul prezzo, sulle caratteristiche del prodotto e sulla promozione-comunicazione.

4.2 L'ALBERO DU PONT. Con la crescita delle dimensioni dell'impresa e, quindi con l'aumentare dei costi fissi, si manifesta l'importanza della previsione delle vendite, allo scopo di assicurare la regolarità del processo produttivo. E' in quegli stessi anni '30 che gli obiettivi della pianificazione cominciano ad essere definiti in termini di R.O.I. - Return on investment, articolati secondo dei parametri gestionali di natura economica e finanziaria: tasso di redditività delle vendite e tasso di rotazione del capitale investito¹⁵.

4.3 BREAK EVEN E BUDGET ECONOMICO-FINANZIARI. Ed è sempre in questa fase storica che con l'aumento dei costi fissi, indotto dalla crescente complessità dei cicli produttivi, viene in rilievo la ricerca del **break even** come strumento idoneo a misurare (1) gli effetti, in termini di reddito, delle diverse alternative di costi, prezzi di vendita, quantità prodotte e (2) l'entità del rischio correlata ai nuovi impianti a sempre più alta intensità di capitale.

Con l'aumentare delle dimensioni dell'impresa il problema del contenimento dei costi al di sotto dei ricavi, ossia il perseguimento di una situazione di **equilibrio economico**, diventa sempre più pressante e complesso.

Alla condizione dell'equilibrio economico, perciò, si affianca la condizione dell'**equilibrio finanziario** (anche le entrate di moneta devono superare le corrispondenti uscite) e ciò comincia ad essere formalizzato nei primi anni '50 con il **sistema dei budget finanziari** (di marketing, della produzione, del personale, della struttura amministrativa, degli in-

⁷ Sulla finalità della creazione di valore vedasi Angelo Renoldi, *Valore dell'impresa, Creazione di valore e struttura del capitale*, EGEA Spa, Milano, 1997, pagg. 9 - 17.

⁸ Sono tali tutti i soggetti interessati alla vita dell'impresa: dal personale, ai clienti, ai fornitori, alle banche, agli enti pubblici ed agli organi esponenziali della collettività organizzata.

⁹ La turbolenza che scuote l'ambiente fa sì che la strategia deliberata sia ricorrentemente adeguata. Si parla, pertanto, di un processo strategico di "learning by doing", ossia di apprendimento nel fare. Si veda sul punto Luigi Guatri e Lucio Sicca, *Strategie, Leve del valore, Valutazione delle Aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2000, pagg. 24 - 28.

¹⁰ Così, ad esempio, si esprime uno dei maggiori esperti di strategia d'impresa: "(...) at the heart of this approach lies the recognition that strategy combines the questions of "where" and "how" to create a continuing flow of temporary and shifting competitive advantages". In Kathleen M. Eisenhardt, *Strategy as strategic decision making*, in (a cura di Michael A. Cusumano e Costantino C. Markides), *Strategic Thinking for the next economy*, MITSloan, Jossey-Bass, San Francisco, USA, 2001, pagg. 85 - 86.

¹¹ The Economist, London, United Kingdom, 20th March, 1993, pag. 106.

¹² "(...) la strategia è vista come un modo per integrare all'interno dell'impresa le attività delle aree funzionali, tra cui il marketing, la produzione, la ricerca & sviluppo, gli acquisti, la finanza e via di seguito". In Michael E. Porter, *La strategia competitiva, Analisi per le decisioni*, II Edizione, Bologna, 2003, pag. XV, titolo originale dell'opera *Competitive strategy, Techniques for analyzing industries and competitors*, The Free Press, A division of Macmillan Publishing Co. Inc., New York, USA, 1980.

¹³ Piero Sraffa, *The laws of return under competitive conditions* in Economic Journal, 1926, traduzione italiana in *Teoria dell'impresa e struttura economica*, a cura di Lombardini Siro, Il Mulino, Bologna, 1973.

¹⁴ Edward H. Chamberlin, *The theory of monopolistic competition*, Harvard University Press, 1933.

¹⁵ Questo importante contributo, elaborato dall'ingegnere chimico statunitense F. D. Brown della Du Pont Powder Company, entrerà più tardi all'interno del cosiddetto **modello contabile**, il quale costituirà fino agli anni '70 il principale approccio valutativo del processo di allocazione delle risorse di capitale tra alternative strategiche diverse.

vestimenti e della fiscalità), il cui fondamentale fulcro operativo si concreta nel **rendiconto finanziario**, diretto ad evidenziare i flussi finanziari in entrata ed in uscita.

4.4 LA MATRICE DELLE STRATEGIE COMPETITIVE. Negli anni '60 viene proposto un modello di strategia di sviluppo del prodotto e del mercato¹⁶, rappresentato in una matrice che incrocia il tipo di prodotto con il tipo di mercato, mercato nelle cui diverse aree l'impresa tenderà a riposizionarsi tutte le volte che i suoi punti di forza si mostrano inadeguati rispetto alle opportunità e alle minacce dell'ambiente competitivo.

		PRODOTTO	
		ATTUALE	NUOVO
MISSIONE SUL MERCATO	ATTUALE	PENETRAZIONE NEL MERCATO incremento dell'attuale quota di mercato	PROMOZIONE DEL PRODOTTO miglioramento degli attuali prodotti e/o produzione di nuovi prodotti
	NUOVA	SVILUPPO NEL MERCATO entrata in nuovi mercati	DIVERSIFICAZIONE

4.5 COMPETENZE DI BASE E COMPETENZE DISTINTIVE.

Dalla riflessione che viene svolta a metà degli anni Sessanta, emerge un modello di strategia competitiva incentrato sui temi seguenti: (1) individuazione degli obiettivi; (2) analisi di punti di forza e debolezza dell'impresa e delle opportunità e minacce dell'ambiente; (3) assunzione dei valori dell'impresa.

L'impresa possiede delle **competenze di base**, che sono comuni a tutte le altre imprese del settore di appartenenza e che riguardano la funzione degli acquisti, della produzione, della logistica e del marketing.

L'impresa detiene anche delle **competenze distintive**, le quali, invece, sono delle sue abilità specifiche, che le derivano dalla capacità di innovare ed organizzare le diverse fasi del processo produttivo. Sono quelle capacità che costituiscono l'insieme di esperienze ed abilità maturate nel corso della sua vita e che costituiscono punti di forza attraverso i quali l'impresa tende ad assicurarsi una durevole continuità¹⁷. Esse sono fondamentalmente riconducibili (1) alla capacità di organizzare le risorse umane, (2) all'innovazione e (3) all'efficacia del controllo dei costi di gestione.

La capacità di competere dell'impresa dipende dalle sue capacità distintive, ma, con riguardo al concetto porteriano della **catena del valore**, di cui si dirà in seguito, anche dalla sue capacità di base. Ed è dall'insieme di queste sue capacità che all'impresa deriva una posizione favorevole sul mercato, contrassegnata da profitti superiori rispetto ai competitori che la portano a creare valore.

COMPETENZE DI BASE - PUNTI DI FORZA

- Acquisti
 - . Costo unitario delle forniture
 - . Giacenza media del magazzino
 - . Qualità delle forniture
- Produzione
 - . Costo unitario del prodotto
 - . Qualità del prodotto
 - . Flessibilità del processo produttivo
- Logistica
 - . Costo unitario della spedizione
 - . Velocità della spedizione
- Marketing
 - . Segmentazione del mercato-obiettivo
 - . Posizionamento del prodotto
 - . Quota di mercato
 - . Assortimento della gamma dei prodotti
 - . Ciclo di vita del prodotto
 - . Strategia di pricing
 - . Comunicazione-promozione
 - . Forza di vendita

COMPETENZE DISTINTIVE – PUNTI DI FORZA

- Innovazione
 - . Sviluppo di nuovi prodotti
 - . Miglioramento degli attuali prodotti
 - . Innovazione dei processi produttivi
- Beni immateriali
 - . Possesso di marchi e brevetti
- Gestione del personale
 - . Remunerazione ed incentivi
 - . Formazione
 - . Turnover
- Finanza
 - . Costo del capitale di rischio
 - . Struttura del capitale
 - . Nuovi investimenti – Disinvestimenti
- Fiscalità
 - . Tax planning
- Management
 - . Diffusione del valore
 - . Capacità strategica
 - . Intento strategico

Quando l'analisi dell'impresa si rivolge, anziché al suo interno per rilevare i suoi **punti di forza e debolezza**, all'ambiente esterno, vengono individuate le **opportunità** e le **minacce**, costituite da fattori sui quali l'impresa non ha alcun potere di controllo¹⁸.

L'impresa, infine, tende a darsi, anche solo implicitamente, una sua **filosofia**, intesa come l'insieme delle sue regole di comportamento e dei valori cui questo s'informa¹⁹ e vi sono imprese conosciute tanto per la qualità dei loro prodotti quanto per il loro interesse verso la collettività,

¹⁶ Igor H. Ansoff, *Strategia aziendale*, Etas Kompass, Milano, 1968, titolo originale dell'opera *Corporate strategy: an analytic approach to business policy for growth and expansion*, McGraw Hill, New York, 1965.

¹⁷ Secondo l'approccio all'analisi strategica denominato "**Resource Based View**", che sviluppa il suo ragionamento partendo dal riconoscimento dei punti di forza e di debolezza come elementi in grado di determinare o influenzare il vantaggio competitivo, il successo nella competizione è determinato "(...) prioritariamente dalla disponibilità di competenze che i concorrenti non hanno (quanto meno nella stessa misura) e dalla capacità di utilizzarle per raggiungere una posizione di vantaggio e mantenerla nel tempo (...) Questo approccio (che qui viene assunto come principale chiave di lettura del processo strategico) non esclude naturalmente la rilevanza della più tradizionale concezione, secondo cui il successo competitivo è anche legato alle caratteristiche del settore e alla capacità dell'impresa di posizionarsi al suo interno". In Guatri Luigi, Sicca Lucio, op. cit., pagg. 68 – 69.

¹⁸ Questo è l'approccio harvardiano classico, incentrato sull'analisi dell'ambiente esterno e della situazione interna dell'impresa, denominato **Analisi SWOT – Strengths, weakness, opportunities and Threats**. Questa prospettiva, che vede la strategia come il bilanciamento tra i punti di forza e debolezza dell'impresa e le minacce e le opportunità dell'ambiente esterno risale a (1) P. Selnick, *Leadership in administration: a sociological interpretation*, Row Peterson, Evanstone, Illinois, USA, 1957, (2) seguito da A. D. Chandler, *Strategy and structure: chapter in the history of industrial enterprise*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, USA, 1962, (3) e da E. P. Learned, C.R. Christensen, K. R. Andrews, W. D. Guth, *Business policy: text and cases*, Homewood, Illinois, USA, 1965.

¹⁹ In Guatri Luigi e Massari Mario, *La diffusione del valore*, EGEA, Milano, 1992, sono riportate le definizioni della missione e della filosofia di alcune grandi imprese italiane e straniere.

l'ambiente ed i diritti umani ²⁰.

4.6 IL MODELLO DEL REDDITO RESIDUALE. Introdotto anch'esso negli anni '60, può essere definito come il residuo che emerge una volta che dall'utile viene dedotto il costo figurativo del capitale proprio.

$$RR_t = U_{t-1} - i * BV_{t-1}$$

dove

RR_t = reddito residuale del periodo t
 U = utile del periodo t
 i = costo del capitale proprio
 BV_{t-1} = capitale proprio all'inizio del periodo t

Pur in questa sua prima versione, che sarà peraltro in un momento successivo autorevolmente modificata ²¹, il modello del reddito residuale viene diffusamente applicato. Esso costituirà, comunque, in una fase successiva la base concettuale di modelli di grande successo, quali l'**E.P. - Economic Profit** ²² e l'**E.V.A. - Economic Value Added** ²³, capaci di misurare il rendimento di tutto il capitale investito, e non anche dei soli mezzi di terzi.

4.7 STRATEGIE CORPORATE E STRATEGIE DI BUSINESS.

Negli anni '70, il primo shock petrolifero concorre con le crisi politico-militari del Vicino Oriente a porre fine alla prevedibilità della domanda. La risposta dell'impresa è il passaggio alla formazione e all'attuazione di strategie distinte su due differenti livelli: (1) le **strategie corporate**, ossia le strategie tipiche dell'impresa diversificata, cioè dell'impresa che

svolge più attività, di pertinenza dell'alta direzione (finanza, marketing e produzione), per il loro forte impatto sull'organizzazione complessiva e sulla performance dell'impresa; (2) le **strategie di business**, che riguardano l'analisi ed il riallineamento agli obiettivi strategici dell'insieme delle singole SBU - Strategic Business Unit ²⁴. Alle strategie finanziarie, di produzione e di marketing si affianca, così, l'analisi del portafoglio, diretta a comporre in modo equilibrato gli investimenti delle imprese diversificate.

4.8 LA MATRICE CRESCITA DI SETTORE - QUOTA DI MERCATO ²⁵.

Particolare successo ha, a partire dagli anni '60, la matrice del **Boston Consulting Group** ²⁶, la quale è uno strumento di visualizzazione della strategia di portafoglio che permette di rappresentare sinteticamente le attività dell'impresa diversificata, o, come si suole ormai dire, multibusiness.

Incrociando il tasso di crescita del settore con la quota di mercato relativa ²⁷, questa matrice permette di valutare (1) le prospettive delle SBU in essa posizionate, (2) l'evoluzione che tali SBU possono avere e (3) l'evoluzione del portafoglio-prodotti delle SBU concorrenti.

La versione che qui accanto si presenta, è stata di recente modificata ²⁸, rispetto a quella originaria del Boston Consulting Group, per renderla coerente con il criterio della creazione di valore.

Alla sua costruzione presiedono le ipotesi che seguono: (1) le SBU che competono con successo sono quelle che detengono un'alta quota di mercato e generano crescita e creazione di valore; (2) in un portafoglio equilibrato vi è la contemporanea presenza di SBU che generano crescita ed abbisognano di investimenti e SBU che generano valore.

		POSIZIONE COMPETITIVA [NOPAT - (WACC*CIN)]	
		SPREAD POSITIVO	SPREAD NEGATIVO
TASSO DI CRESCITA DEL MERCATO	ALTO	QUADRANTE 1) STRATEGIE DI SVILUPPO SELETTIVO Creano valore, impegnando un'alta quota di capitale; sono da sorreggere e proteggere per puntare alla crescita e alla difesa dello spread	QUADRANTE 2) STRATEGIE DI RAFFORZAMENTO COMPETITIVO Distruggono valore, impegnando un'alta quota di capitale; sono da rinforzare, ridimensionare od abbandonare
	BASSO	QUADRANTE 3) STRATEGIE DI DIFESA DELLA REDDITIVITA' Creano valore, impegnando una modesta quota di capitale; sono da sfruttare	QUADRANTE 4) STRATEGIE DI MINIMIZZAZIONE DEL DANNO Distruggono valore; sono da abbandonare mediante (1) la cessione a terzi o (2) la procedura di liquidazione

²⁰Una di queste imprese è, ad esempio, **The Body Shop** [una catena di 200 negozi di prodotti cosmetici naturali in 50 diversi paesi, tra cui il nostro, nota per il suo interesse per i diritti umani, il rispetto degli animali e la cura dell'ambiente], la cui fondatrice, Anita Roddick ha trovato il modo di affermare in una sua recente intervista a The Observer, London, United Kingdom, 17 February 2002, Earth mother goes to ground: "... I want to work for a company that contributes to and is part of the community. I want something to believe in." Il lettore è indotto a soffermarsi sull'ambivalenza dell'espressione "I want", che può essere indifferentemente letta come "voglio", ma anche come "ho bisogno di". Con questa intervista, il cui occhiello è "Body Shop seeks new life with major surgery. But can the company boost sales without abandoning its ethical stance (...)?", ha contribuito all'avvio nel mondo anglosassone della lotta contro il lavoro minorile nei paesi in via di sviluppo (... I believe the time is coming when we can make sure that not one product made under this modern form of slavery reaches the British Isles - and I want to play my part in bringin that time closer...)

²¹ Si veda, ad esempio, la formulazione di R.N. Antony in Andrea Amaduzzi, op. cit., pagg. 114 - 116.

²² Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, *Il Valore dell'impresa, Strategie di valutazione e gestione*, Il Sole 24 ORE, Milano, 2000, titolo originale dell'opera *Valuation, Measuring and managing the value of companies*, John Wiley & Sons, New York, 1995-96.

²³ Bennett Stewart III G., *La ricerca del valore, una guida per il management e per gli azionisti*, EGEA, Milano, 1998, titolo originale dell'opera *The quest for value: the EVA management guide*, Harper-Collins Publishers Inc., New York, USA, 1996.

²⁴ "Il concetto di **strategic business unit - SBU** (...) può essere inteso come una unità operativa che raggruppa una serie ben precisa di prodotti e servizi venduti ad un gruppo uniforme di clienti e che deve competere con un gruppo ben definito di concorrenti". In Luigi Guatri e Mario Massari, *La diffusione del valore*, E.G.E.A. Spa Milano, 1992, pag. 149.

²⁵ Altri tipi di matrice sono (1) quella elaborata congiuntamente dalla General Electric e dalla McKinsey (2) quella della Shell e (3) quella della Arthur D. Little. Per un approfondimento del tema vedasi Pier Luigi Piccari, op. cit., pagg. 393 - 399 e Giorgio Invernizzi, op. cit., pagg. 89 - 166.

²⁶ Il **Boston Consulting Group** è una società di consulenza nordamericana che ha fortemente influenzato gli studi di strategia e la pratica nel campo strategico.

²⁷ La **quota di mercato relativa** è data dal rapporto tra le vendite dell'impresa e quelle del suo concorrente principale. Essa tende, pertanto, a rappresentare efficacemente il posizionamento competitivo dell'impresa nel mercato di appartenenza.

²⁸ Giorgio Donna, op. cit., 1999, pag. 231.

4.9 CATENA DEL VALORE, MODELLO DELLE CINQUE FORZE E STRATEGIE FUNZIONALI. Si arriva, infine, al contributo di Michael Porter²⁹, il quale costituisce, unitamente alla ricerca teorica di Alfred Rappaport³⁰, la più grande spinta al passaggio da parte dell'impresa ad una logica gestionale basata sulla **creazione di valore**.

Si può affermare che in quel momento storico la pianificazione da autonomo filone dottrinale passa ad essere il supporto quantitativo della strategia. Porter suggerisce uno schema di analisi incentrato su tre punti: (1) un'analisi del settore, basata più sulle funzioni d'uso dei beni scambiati che su dati e condizioni tecnologiche; (2) un'analisi interna dell'efficienza del processo produttivo: la cosiddetta **catena del valore**; (3) un'analisi di terzo livello per identificare, in base alla considerazione dei **fattori critici di successo**, i gruppi che competono con strategie simili: i cosiddetti **gruppi strategici**.

Sono prevalentemente i gruppi strategici a costituire la parte centrale dell'analisi di settore, che si incentra sul **modello delle cinque forze**³¹: (1) intensità della rivalità tra i concorrenti, che condiziona la posizione delle imprese nel mercato; (2) minaccia di nuove entrate, che generalmente conduce ad una riduzione dei prezzi e ad un innalzamento dei costi delle imprese; (3) disponibilità di prodotti sostitutivi, ciò che limita il potere di fissazione del prezzo da parte delle imprese; (4) potere contrattuale dei clienti, che tende a porre in concorrenza i diversi fornitori, con effetti sul loro livello di profitto; (5) potere contrattuale dei fornitori, i quali possono incidere sul livello di profitto delle imprese sia attraverso modificazioni della qualità dei loro prodotti, sia attraverso modifiche di prezzo dei prodotti medesimi.

Nell'ottica porteriana, la concorrenza va, dunque, intesa in un significato che oltrepassa il comportamento degli attuali competitori dell'impresa: anche i clienti, i fornitori, i prodotti sostitutivi ed i potenziali nuovi entranti sono significativi concorrenti per le imprese del settore³².

Ed è sempre grazie a Michael E. Porter che si afferma anche una terza dimensione strategica (oltre a quella corporate e quella di business): la **strategia funzionale**. L'analisi dell'impresa avviene d'ora in avanti anche con riguardo alle diverse fasi che compongono il suo processo di creazione del valore, dato che a ciascuna di queste fasi corrisponde una **attività funzionale**, cui applicare la regola del confronto, il cosiddetto **benchmarking**, con le altre imprese del particolare ambiente competitivo.

4.10 IL MODELLO CONTABILE. Fino a tutti gli anni '70, il paradigma economico-finanziario dei modelli di pianificazione è costituito dal **modello contabile**, incentrato essenzialmente sui seguenti parametri, i quali costituiscono i valori di soglia da utilizzarsi nella valutazione: (1) **ROE – Return on equity**, che è la redditività del capitale proprio, funzione, oltre che della redditività operativa e dell'esito dell'extragestione, delle scelte di struttura finanziaria e di ordine tributario; (2) **ROI – Return on investment**, che costituisce la redditività operativa; (3) **g**, che è il massimo tasso di crescita dell'impresa, a sua volta dipendente dal ROE e dalle decisioni in materia di dividendi.

Il punto centrale della valutazione della strategia³³ è costituito dal ROE, la cui natura viene fatta emergere partendo dal ROI, il quale, se espresso al netto delle imposte, può essere inteso come la media ponderata dei rendimenti (1) dei debiti finanziari e (2) del capitale proprio, e così definito:

$$[1] \text{ ROI}_{\text{netto}} = \text{ROE} * \text{Cn} / \text{Ci} + i_{\text{netto}} * \text{D} / \text{Ci}$$

dove

ROI_{netto} = Redditività del capitale investito al netto del carico fiscale

Cn = Capitale proprio

Ci = Capitale investito

I_{netto} = Costo del debito al netto del risparmio fiscale sugli interessi

D = Debiti finanziari

L'espressione ottenuta costituisce la formula della **leva finanziaria**, la quale mette in luce che la redditività netta della strategia dipende (1)

dalla gestione operativa (ROI_{netto}), (2) dal costo del debito al netto del risparmio fiscale sugli interessi passivi (i_{netto}), (3) dal grado di indebitamento (D / Cn)

$$[2] \text{ ROE} = \text{ROI}_{\text{netto}} + (\text{ROI}_{\text{netto}} - i_{\text{netto}}) * \text{D} / \text{Cn}$$

Equivalentemente alla [2] è la [3] che segue, nella quale la redditività operativa ed il costo del debito vengono espressi al lordo delle imposte, mentre l'aliquota fiscale (t) viene evidenziata separatamente.

$$[3] \text{ ROE} = [\text{ROI} + (\text{ROI} - i) * \text{D} / \text{Cn}] (1 - t)$$

Dalla [3] si evince con immediatezza che la redditività netta contabile del capitale di rischio dipende (1) dal risultato della gestione operativa, cioè dal ROI; (2) dallo spread tra redditività operativa e costo del capitale di finanziamento, ossia da (ROI - i); (3) dalla struttura finanziaria, vale a dire da D / Cn, espressione delle politiche finanziarie dell'impresa; (4) dall'aliquota fiscale (t).

4.11 LA CRESCITA SOSTENIBILE COME FUNZIONE DELLA CAPACITA' DI AUTOFINANZIAMENTO DELL'IMPRESA.

Nell'ambito del modello contabile, il ROE permette anche di misurare la **crescita sostenibile**, identificata nello sviluppo del fatturato che non richiede alterazioni della struttura del capitale dell'impresa: un obiettivo di crescita del capitale proprio del 10%, ad esempio, coincide con un aumento di tutto il capitale investito del 10%.

Il modello afferma che il tasso massimo di crescita del capitale investito netto è dato dal prodotto del ROE per la quota di utile accantonata a riserva, secondo la seguente espressione:

$$[1] g = \text{ROE} * (1 - d)$$

dove

g = massimo tasso di crescita sostenibile, inteso come variazione del capitale investito netto iniziale

ROE = tasso di redditività del capitale proprio

d = tasso di distribuzione dell'utile

Nella tavola che segue è riportato il caso di un'impresa con una previsione di ROE del 10% ed una previsione di tasso di distribuzione dell'utile del 25%. Si può notare che il massimo tasso di crescita per quell'impresa è del 7,5%.

Previsione	
ROE	10,00%
D	25,00%
g = 10% * (1 - 0,25%)	= 7,50%

Se si sostituisce al ROE del modello della crescita sostenibile la formula della leva finanziaria, si ha che:

$$[2] g = [\text{ROI} + (\text{ROI} - i) * \text{D} / \text{CN}] * (1 - t) * (1 - d)$$

e si rileva che il massimo tasso di crescita sostenibile dipende (1) dal ROI, (2) dal costo del debito, (3) dal rapporto di indebitamento, (4) dal livello di tassazione e (5) dal tasso di distribuzione degli utili.

4.12 IL MODELLO DELLA CRESCITA SOSTENIBILE IN CHIAVE FINANZIARIA.

Nel campo della verifica della fattibilità finanziaria di un qualsiasi piano il modello che precede è, però, frequentemente sostituito con il **modello della crescita sostenibile in chiave finanziaria**, il quale considera la crescita in termini di tasso di sviluppo delle vendite³⁴.

²⁹ Michael E. Porter, *La strategia competitiva, Analisi per le decisioni*, II Edizione, Editrice Compositori, Bologna, 2002, titolo originale dell'opera *Competitive strategy, Techniques for analyzing industries and competitors*, The Free Press, New York, USA, 1980.

³⁰ Alfred Rappaport, *La strategia del valore, Le nuove regole della performance aziendale*, Franco Angeli Editore, Milano, 1996, titolo originale dell'opera *Creating shareholder value, The new standard for business performance*, The Free Press, New York, USA, 1986.

³¹ L'analisi di un settore con il modello delle cinque forze è rinvenibile in Claudia Greco, *Appendice*, in Luigi Guatri e Lucio Sicca, op. cit., pag. 118.

³² Michael E., Porter, op. cit., pagg. 11 - 39.

³³ L'argomentazione è ripresa, con delle modifiche, da Luciana Zamprognà, *Bilancio e redditività*, pagg. 52 - 55, in Luigi Brusa, Silvano Guelfi e Luciana Zamprognà, op. cit.

³⁴ "... è scelto per verificare la fattibilità finanziaria ... lo standard della crescita delle vendite piuttosto che quello della crescita delle attività ... Ciò in quanto la crescita delle attività è pressoché sempre dettata dall'attesa di crescita delle vendite. Raro è il caso inverso di una crescita delle vendite determinata da una crescita delle attività. In Alfred Rappaport, op. cit., pag. 161.

L'argomentazione presentata è ripresa con delle modifiche da Federica Jelasi, *Crescita dell'impresa e fabbisogno finanziario: L'analisi dello sviluppo sostenibile* in (a cura di) Eugenio Pavarani, *Analisi Finanziaria*, McGraw Hill, Milano, 2002, pagg. 249 - 285.

$$[1] \quad TSV_1 = (V_1 - V_0) / V_0$$

dove:

TSV_1 = tasso di sviluppo delle vendite all'anno 1
 V_1 = vendite previste all'anno 1
 V_0 = vendite all'anno 0

Per stimare il fabbisogno finanziario aggiuntivo indotto dalla crescita delle vendite, inteso come la differenza tra il capitale previsto essere investito all'anno 1 ed il capitale investito all'anno 0 ($C_{i1} - C_{i0}$), occorre partire dalla cosiddetta **intensità del capitale**, ossia dal rapporto che intercorre tra queste ultime ed il capitale investito:

$$[2] \quad IC = C_i / V$$

In base a tale rapporto, C_i , ossia il capitale investito, può essere espresso come prodotto tra l'intensità del capitale e le vendite, ciò che porta a vedere l'intensità di capitale come un moltiplicatore del fatturato:

$$[3] \quad C_i = IC * V$$

E' possibile individuare il **fabbisogno finanziario aggiuntivo** al tempo 1 indotto dalle maggiori vendite nel modo seguente:

$$[4] \quad C_{i1} - C_{i0} = IC * V_1 - IC * V_0$$

Dalla formula che precede si può ricavare che il fabbisogno finanziario aggiuntivo come prodotto dell'intensità del capitale al tempo 0 per la differenza tra le vendite segnate al tempo 0 e le vendite previste all'anno 1:

$$[5] \quad C_{i1} - C_{i0} = IC * (V_1 - V_0)$$

$$[6] \quad C_{i1} - C_{i0} = IC * TSV_1 * V_0$$

All'anno 0 l'impresa, che presenta un fatturato complessivo di 900 ed un capitale investito di 1.000, ha una intensità di capitale di 0,90. E' previsto nell'esercizio successivo un aumento delle vendite pari a 243, corrispondenti in termini percentuali rispetto all'esercizio precedente al 27%. Il fabbisogno finanziario aggiuntivo risulterà, secondo i calcoli riportati nella tavola che segue, di 218.

Dati di bilancio al tempo 0	
V_0	900
C_{i0}	1.000
C_{i0} / V_0 (900 / 1.000)	0,90
Incremento di fatturato previsto:	27%
Fabbisogno finanziario aggiuntivo	$= IC * TSV_1 * V_0 = (0,90 * 0,27 * 900) = 218$

Ora, se l'impresa non riesce a generare al suo interno risorse finanziarie per l'ammontare di 218, essa dovrà aumentare il debito. Nella situazione opposta, se riesce a produrre risorse per un ammontare superiore a 218, essa potrà diminuirlo.

4.13 LA CRITICA AL MODELLO CONTABILE. Vi è ormai una generale, diffusa consapevolezza dell'inadeguatezza dei più diffusi parametri di valutazione della performance dell'impresa. Per alcuni studiosi, infatti, il criterio secondo il quale incrementare gli utili, l'utile per azione o la redditività del capitale proprio e del capitale investito è, a questo riguardo, da rivedere³⁵. Due imprese che presentano il medesimo livello complessivo di attività e lo stesso risultato operativo possono, ad esempio, generare utili netti anche molto differenti tra loro e tale differenza non è funzione di una differente performance, bensì di una differente struttura di capitale. L'utile netto non ha, inoltre, una definizione univoca, a seguito del diver-

so operare dei metodi di valutazione delle rimanenze, dei differenti criteri di ammortamento utilizzabili, della pratica di imputare direttamente o meno le spese di ricerca e sviluppo. Esso, quindi, non si presta utilmente a misurare le variazioni di valore del capitale d'impresa.

Questa consapevolezza ha favorito in un primo momento l'uso, come standard nella valutazione della performance, del **ROI - Return on investment** e del **ROE - Return on equity**.

Ma anche il ROE e il ROI risultano essere, però, una base di riferimento appropriata nei sistemi di valutazione delle performance soltanto a certe condizioni. Essi, infatti, possono essere temporaneamente innalzati comprimendo anche costi che, avuto riguardo alla necessità di assicurare una durevole continuità dell'impresa, sarebbero da ritenersi incompressibili. Inoltre, va osservato che, esprimendo la variazione del valore del capitale d'impresa in base al ROE o al ROI, oppure di un qualsiasi rendimento percentuale, sarebbe incoraggiato lo sfruttamento delle sole operazioni che massimizzano tale rendimento percentuale, trascurando il perseguimento di altre operazioni che, pur caratterizzate da un rendimento inferiore a quello già raggiunto, sono in grado di contribuire alla creazione di valore per i soci³⁶. In altre parole, le scelte strategiche od operative effettuate sulla base di questi due parametri possono risultare incongruenti con la finalità della creazione di valore.

Una analoga osservazione può essere presentata anche verso l'**EPS - Earning per Share**, il quale cresce tutte le volte che il nuovo capitale impiegato offre un rendimento dopo le imposte superiore al costo medio del debito, ciò che, però, non in tutti i casi costituisce per il socio azionista un rendimento apprezzabile³⁷.

Ma la **carezza più grave di tutti e quattro questi indicatori** (utile netto, ROE, ROI ed EPS) sta nel non considerare la dimensione del rischio corso dall'impresa.

4.14 IL CAPITAL ASSET PRICING MODEL. Questo modello, elaborato separatamente da tre economisti nord-americani³⁸ e comunemente posto alla base delle moderne teorie di finanza d'impresa, è impiegato nella stima del rendimento atteso degli investimenti in capitale di rischio. L'attuazione dei progetti di investimento dell'impresa presuppone il reperimento nei mercati finanziari del capitale necessario.

E' alla luce del punto di vista di tali mercati che si afferma che il costo del capitale è pari al rendimento richiesto dai finanziatori in rapporto al rischio da questi ultimi sopportato.

Il rischio associato all'incertezza dei rendimenti è correlato alla fondatezza che il rendimento effettivo si riveli differente da quello previsto, ossia che

possono verificarsi più situazioni di quelle che in pratica si verificheranno e la sua entità dipenderà dallo scarto tra rendimento previsto e rendimento effettivo, nonché dalla probabilità che l'evento si verifichi.

Il modello definisce il rendimento del capitale di rischio nel modo che segue:

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

dove

r_e = tasso di rendimento del capitale di rischio
 r_f = tasso di rendimento degli impieghi finanziari scevri da rischio
 β = indice di rischiosità;
 r_m = rendimento del portafoglio di mercato, ossia dell'intero mercato azionario

Individuare il rendimento nel caso del capitale di rischio è una questione

³⁵ Sull'argomento vedasi (1) Claudio Scardovi, op. cit., pagg. 42-45; (2) Bennett Stewart III G., op. cit., pagg. 47-50; (3) Spinsi Massimo in Prefazione a Bennett Stewart III G., op. cit., pag. 11; (4) Rappaport Alfred, op. cit., pagg. 45 - 58.

³⁶ Per il superamento della metrica di misurazione del valore creato con i rendimenti percentuali, vedasi la convincente argomentazione di Claudio Scardovi, op. cit., a pag. 72.

³⁷ Cfr. Bennett Stewart III G., op. cit., pag. 22.

³⁸ William Sharpe (*Capital asset Prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk*, in *Journal of Finance*, 19, 425-442, settembre 1964), che per questo suo contributo fu premiato con il Nobel nel 1984, Jack Treynor, il cui articolo non fu pubblicato, e John Lintner (*The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets*, in *Review of economics and statistics*, 47, 13-37, febbraio 1965).

impegnativa, perché esso costituisce un **costo opportunità**³⁹ pari al rendimento complessivo che un investitore potrebbe aspettarsi di ottenere da investimenti alternativi della stessa classe di rischio.

E' la relazione che precede che è posta alla base della stima del costo del capitale proprio.

Occorre preliminarmente definire il tasso di rendimento degli impieghi finanziari privi di rischio r_f , il quale costituisce la remunerazione finanziaria per il decorso del tempo e per la perdita del potere di acquisto che intercorrerà nel periodo di riferimento.

Viene dato come riferimento appropriato per r_f un tasso reale del 2%, il quale va, quindi, maggiorato del corrispondente tasso di inflazione attesa. Il premio $(r_m - r_f)$ esprime la maggiorazione per l'investimento nel mercato del capitale di rischio e la sua stima è molto più complessa che per r_f , dato che, trattandosi di valutare il costo del capitale proprio, essa risente sia degli aspetti finanziari (**rischio finanziario**) che degli aspetti operativi (**rischio operativo**) della gestione.

Il valore che deve essere individuato per primo è quello di r_m , ossia del premio medio per il rischio, o premio per unità di rischio, che nel nostro Paese può essere stimato, in termini reali ed al netto delle imposte⁴⁰, tra il 4% ed il 6% a seconda del grado di rischiosità che caratterizza l'impresa. A questo punto, resta da individuare il grado di sensibilità di un titolo azionario ai movimenti del mercato e ciò avviene mediante il coefficiente **beta**, che pone in relazione le variazioni nel rendimento del singolo titolo con le corrispondenti variazioni dell'intero mercato azionario.

Il beta costituisce, dunque, l'indicatore del grado di rischio che corre l'impresa, rischio costituito dal fatto che i rendimenti futuri non sono con certezza prevedibili.

Esso varia su valori intorno all'unità: (1) valori di beta pari a 1 si riferiscono a situazioni di rischio medio; (2) valori di beta > 1 corrispondono ad un rischio maggiore di quello medio presente sul mercato; (3) quelli < 1 indicano un rischio più basso.

Il beta viene stimato, ipotizzando che vi sia un premio, normale e stabile, per il rischio del portafoglio di mercato, così che il premio per il rischio futuro atteso possa essere misurato dalla **media dei premi** per il rischio passato.

Ciò significa implicitamente ipotizzare che il generico investitore sia in grado, seppure sbagliando, di ottenere mediamente un rendimento rapportato al rischio.

Da un punto di vista statistico, il beta dell'azione può essere definito come segue:

$$\text{beta}^{41} = \text{cov}(r_t, r_m) / \text{var}(r_m)$$

dove

$\text{cov}(r_t, r_m)$ = covarianza tra i rendimenti del titolo e la varianza del rendimento del portafoglio di mercato

$\text{var}(r_m)$ = varianza dei rendimenti del portafoglio di mercato

Dire che un titolo azionario ha, ad esempio, un beta di 1,40 è come assumere che questa stessa azione varierà, in media, dell'1,40% per ogni variazione dell'1% del mercato. Quindi, le azioni con un beta maggiore di 1 tendono ad amplificare i movimenti del mercato ed, all'opposto, quelle con un beta minore di 1 tendono a muoversi con una minore intensità rispetto al mercato.

4.15 IL MODELLO FINANZIARIO. Il coerente sviluppo della critica portata al modello contabile porta alla conclusione che per correttamente impostare la valutazione di una strategia d'impresa è necessario (1) considerare la distribuzione temporale dei flussi di cassa e (2) stimare di questi ultimi il valore finanziario nel tempo.

Tale è l'impostazione⁴², secondo la quale la valutazione si basa sul differenziale tra il valore dell'impresa alla luce dell'attuale strategia ed il valore della medesima in base ad una strategia alternativa.

Si tratta di una impostazione **asset side**, tendente cioè a valutare l'impresa nel suo insieme, secondo l'identità del passivo e dell'attivo:

$$V = D + E$$

dove

V = il valore complessivo dell'impresa

D = il valore di mercato delle passività esistenti

E = il valore del capitale proprio

da cui

$$E = V - D \quad e$$

$$V = E + D$$

Il valore complessivo dell'impresa V è, dunque, uguale alla somma (1) del valore attuale dei flussi di cassa durante il periodo della previsione esplicita e (2) del valore attuale dei flussi di cassa dopo il periodo di detta previsione, che, attualizzati, vanno a costituire il **valore residuo**.

Il valore dei flussi di cassa dei periodi di previsione esplicita viene così determinato:

$$V = \text{FCFO}_t / (1 + \text{WACC})_t + \text{RV} (1 + \text{WACC}) - \text{Ins}$$

dove V = Valore dell'impresa

FCFO_t = flussi di cassa della gestione operativa relativi a ciascuno dei t periodi della previsione esplicita

RV = Valore residuo riferito alla fine del periodo di previsione esplicita

Ins = Investimenti non strumentali (non necessari al funzionamento dell'impresa)

Per tenere conto del valore finanziario nel tempo, sia FCFO_t che RV sono attualizzati al costo medio ponderato del capitale (WACC), al netto della deducibilità degli interessi passivi, così determinato:

$$\text{WACC} = (E / E + D) * i_e + (D / E + D) * i_d$$

in cui

i_e = costo del capitale proprio

i_d = costo del capitale di debito al netto dell'imposta

L'importanza del contributo di Rappaport sta anche nel suo riuscito tentativo di collegare la misurazione del valore dell'impresa alla catena del valore di Porter attraverso le variabili da cui dipendono i Free Cash Flows from Operations (FCFO).

CASH FLOW E CATENA DEL VALORE	
+ Ricavi di vendita	. Pricing, qualità del prodotto, forza e canali di vendita
	. Costo del lavoro variabile
- Costi operativi	. Lavorazione
	. Montaggio
	. Prova
	. Gestione magazzino
	. Manutenzione
	. Trasporto della produzione
	. Formazione
	. Promozione comunicazione
	. Forza e canali di vendita
= Margine operativo lordo	
- Imposte	
= Margine operativo dopo le imposte	
+ Quote di ammortamento ed accantonamenti	
- Aumento del capitale circolante netto	
- Spese per investimenti	
= FCFO - FLUSSO MONETARIO DELLA GESTIONE OPERATIVA	
(da Alfred Rappaport, op. cit., con modificazioni)	

4.16 LO S.V.A. - SHAREHOLDER VALUE ADDED. Alfred Rappaport propone di valutare il valore di una strategia, cioè il valore del capitale d'impresa alla luce della strategia data, anche mediante il suo modello semplificato⁴³.

³⁹ Il termine costo opportunità è usato dagli economisti per indicare il costo in termini di alternative perdute.

⁴⁰ Per essere riportati al lordo delle imposte, questi tassi vanno divisi per $(1 - t)$, dove t indica l'aliquota d'imposta che colpisce il reddito dopo gli interessi sul debito.

⁴¹ La maggioranza delle azioni tende a muoversi nello stesso senso, per cui il coefficiente di correlazione tra l'andamento dell'azione e l'andamento del portafoglio di mercato e la **covarianza** (che è uguale al prodotto del coefficiente di correlazione dell'azione e del portafoglio di mercato per i due rispettivi scarti quadratici medi) tendono ad essere positivi. Se, infatti, l'andamento dell'azione e quello del portafoglio di mercato fossero di segno opposto, il **coefficiente di correlazione**, che misura l'intensità dell'associazione lineare tra andamento dell'azione ed andamento del mercato, e la covarianza sarebbero negativi. Se, infine, i due andamenti fossero del tutto indipendenti, coefficiente di correlazione e covarianza sarebbero entrambi pari a zero. Il coefficiente di correlazione è, a sua volta, il quoziente tra covarianza e prodotto degli scarti delle due variabili, costituite dall'andamento dell'azione e dall'andamento del portafoglio di mercato.

⁴² Alfred Rappaport, op. cit., pagg. 127 - 139.

⁴³ L'argomentazione è ripresa con delle modificazioni da Andrea Amaduzzi, op. cit., pagg. 167 - 194

FCFO = Entrate monetarie - Uscite monetarie	
FCFO = $[S_{t-1} * (1+g) * p * (1-t) - (S_t - S_{t-1}) * (I+W)]$	
in cui	
S _t = Fatturato dell'anno t	
S _{t-1} = Fatturato dell'anno t-1	
g = Tasso di crescita del fatturato (%)	
p = Margine di profitto operativo (%)	= Reddito Operativo / Fatturato %
t = Aliquota d'imposta	= Imposte per cassa sul reddito operativo / Reddito operativo %
I = Tasso di incremento dell'investimento in capitale fisso (%)	= Incremento investimento capitale fisso / Fatturato %
W = Tasso di incremento dell'investimento in capitale circolante (%)	= Incremento investimento capitale circolante / Fatturato %

Il modello che precede esprime le variabili rilevanti nella quantificazione del flusso di cassa operativo in percentuale sul fatturato, **ciò che permette di procedere ad analisi interne e di benchmarking sui concorrenti.**

Nella tavola qui accanto sono riportati i value drivers di un'impresa che, per semplicità, si assumono costanti in tutto il periodo di stima analitica, pari a 5 anni.

	100
	% 10
	% 7,5
	% 22
	% 13
	% 43
	% 43
	% 9
	% 5
	% 10

Non essendovi incrementi di fatturato ed investimenti aggiuntivi rispetto all'anno precedente, il flusso di cassa operativo all'anno zero, è così determinato:

$$FCFO = (\text{Fatturato esercizio precedente}) * (\text{Margine di profitto operativo}) * (1 - \text{Imposte})$$

$$FCFO = 100 * 0,075 * (1 - 0,43) = 4,28$$

Il flusso di cassa operativo all'anno 0 permette di calcolare il valore dell'impresa prima dell'avvio della nuova strategia, detto **prestrategy value**. Questo valore viene calcolato al lordo dei nuovi investimenti, assumendo che il flusso di cassa operativo duri perpetuamente:

prestrategy value = 4,28 / 0,09 = 47,50

I flussi di cassa dei 5 anni successivi, che costituiscono l'orizzonte temporale della nuova strategia, vengono, in base al modello in commento, determinati nel modo che segue.

$$FCFO = (\text{Fatturato esercizio precedente}) * (1 + \text{Incremento del fatturato}) * (\text{Margine di profitto operativo}) * (1 - \text{Imposte}) - (\text{Incremento in capitale fisso e circolante})$$

$$FCFO_1 = [100 * (1 + 0,10) * 0,075 * (1 - 0,43)] - [100 * (0,10) * (0,22 + 0,23)] = 4,70 - 3,50 = 1,20$$

$$FCFO_2 = 100 * (1 + 0,10)^2 * 0,075 * (1 - 0,43) - [100 * (1 + 0,10)^2 * (0,10) * (0,22 + 0,23)] = 5,17 - 3,85 = 1,32$$

$$FCFO_3 = 100 * (1 + 0,10)^3 * 0,075 * (1 - 0,43) - [132 * (1 + 0,10)^3 * (0,10) * (0,22 + 0,23)] = 5,69 - 4,24 = 1,46$$

$$FCFO_4 = 100 * (1 + 0,10)^4 * 0,075 * (1 - 0,43) - [146 * (1 + 0,10)^4 * (0,10) * (0,22 + 0,23)] = 6,26 - 4,66 = 1,60$$

$$FCFO_5 = 100 * (1 + 0,10)^5 * 0,075 * (1 - 0,43) - [100 * (1 + 0,10)^5 * (0,10) * (0,22 + 0,23)] = 6,88 - 5,12 = 1,76$$

I valori finali residui vengono, invece, calcolati nel modo seguente:

VALORE FINALE = CFO (al lordo dei nuovi investimenti / Costo del Capitale)

$$CFO = (\text{Fatturato esercizio precedente}) * (1 + \text{Incremento del fatturato}) * (\text{Margine del profitto operativo}) * (1 - \text{imposte})$$

$$VF_1 = [100 * (1 + 0,10) * 0,075 * (1 - 0,43)] / 0,09 = 4,70 / 0,09 = 52,22$$

$$VF_2 = [100 * (1 + 0,10)^2 * 0,075 * (1 - 0,43)] / 0,09 = 5,17 / 0,09 = 57,44$$

$$VF_3 = [100 * (1 + 0,10)^3 * 0,075 * (1 - 0,43)] / 0,09 = 5,69 / 0,09 = 63,22$$

$$VF_4 = [100 * (1 + 0,10)^4 * 0,075 * (1 - 0,43)] / 0,09 = 6,26 / 0,09 = 69,56$$

$$VF_5 = [100 * (1 + 0,10)^5 * 0,075 * (1 - 0,43)] / 0,09 = 6,88 / 0,09 = 76,44$$

Vengono, infine, attualizzati sia i FCFO che i CFO di ogni anno dell'orizzonte temporale della strategia:

$FCFO_1 = 1,20 / (1+0,09) = 1,10$	$Va(VF_1) = 52,22 / (1+0,09) = 47,91$
$FCFO_2 = 1,32 / (1+0,09)^2 = 1,11$	$Va(VF_2) = 57,44 / (1+0,09)^2 = 48,35$
$FCFO_3 = 1,46 / (1+0,09)^3 = 1,12$	$Va(VF_3) = 63,22 / (1+0,09)^3 = 48,82$
$FCFO_4 = 1,60 / (1+0,09)^4 = 1,13$	$Va(VF_4) = 69,56 / (1+0,09)^4 = 49,28$
$FCFO_5 = 1,76 / (1+0,09)^5 = 1,14$	$Va(VF_5) = 76,44 / (1+0,09)^5 = 49,68$

Si procede, da ultimo, alla somma cumulata dei FCFO (flussi di cassa della gestione operativa) ed il loro valore cumulato di ciascun anno viene sommato al corrispondente CFO (valore residuo), allo scopo di determinare alla fine di ogni anno della previsione esplicita, il valore dell'impresa. La differenza tra questo valore ed il corrispondente valore dell'anno precedente è lo **SVA – Shareholder Value Added**, ossia il valore aggiunto per l'azionista.

	(A)	(B)	(A)+(B)	SVA
Prestrategy value		47,50		
FCFO ₁	1,1	47,91	49,01	1,51
FCFO ₂	1,11	2,21 48,35	50,56	1,55
FCFO ₃	1,12	3,33 48,82	52,15	1,59
FCFO ₄	1,13	4,46 49,28	53,74	1,59
FCFO ₅	1,14	5,6 49,68	55,28	1,60

Se si considera l'intero periodo di previsione esplicita, lo SVA sarà pari alla differenza tra:

- § il valore attuale cumulato dei flussi di cassa prodotti nel periodo (5,6) più il valore attuale del valore finale all'anno 5 (49,68),
- § ed il valore attuale iniziale (prestrategy value) dell'impresa (47,50).

$$SVA = 5,6 + 49,68 - 47,50 = 7,78$$

FCD_{t+1} = flussi di cassa disponibili e normalizzati al primo anno successivo al periodo di previsione esplicita

4.17 IL MODELLO CKM – COPELAND KOLLER MURRIN.

Molto importante è anche il successivo contributo all'analisi strategica offerto da questi autori⁴⁴, in particolare con riguardo al modello valutativo alla determinazione del **valore residuo**.

Il modello di valutazione proposto parte da una prospettiva asset-side, ossia dal lato delle attività, ed è incentrato sui flussi di cassa operativi al netto delle imposte, cui viene sommato il valore residuo e sottratto il valore dell'indebitamento.

Il valore dell'impresa è determinato suddividendo i flussi di cassa attesi in due periodi:

$$\begin{aligned} &+ \text{Valore attuale dei flussi di cassa durante il periodo di previsione esplicita} \\ &+ \text{Valore attuale dei flussi di cassa dopo il periodo di previsione esplicita} \\ &= \text{VALORE DELL'IMPRESA} \end{aligned}$$

Fin qui il modello CKM coincide con quello di Alfred Rappaport. Diverge da quest'ultimo quando, allo scopo di evitare di prevedere in modo

dettagliato i flussi di cassa del periodo successivo a quello della previsione esplicita, gli autori suggeriscono che il valore residuo venga determinato mediante quella che loro chiamano **formula dei generatori di valore** che precede, formula così denominata perché incorpora il tasso di crescita del profitto operativo, il tasso di rendimento dei nuovi investimenti ed il costo medio ponderato del capitale⁴⁵.

Alla formula, che proietta in perpetuo i flussi di cassa, attualizzandoli al costo medio ponderato del capitale, presiedono le seguenti ipotesi semplificatrici: (1) il margine di profitto, l'indice di rotazione del capitale e la redditività del capitale investito sono costanti; (2) ricavi e NOPLAT crescono ad un tasso costante; (3) l'impresa investe ogni anno la stessa quota del suo flusso di cassa lordo; (4) costante è anche il rendimento dei nuovi investimenti.

Per ricavare la formula dei generatori del valore, si parte dalla formula del flusso di cassa perpetuo capitalizzato ad un tasso crescente:

$$[1] \text{ VALORE RESIDUO} = FCD_{t+1} / WACC - g$$

dove:

Se i flussi di cassa disponibili si esprimono in termini di NOPLAT ed indice di investimento, si ha che⁴⁶:

$$[2] FCD = NOPLAT * (1 - IR)$$

dove

IR = indice di investimento, cioè quota percentuale del NOPLAT che viene ogni reinvestita nell'impresa

$$e g = RoicI * IR$$

e risolvendo per IR si ha che:

$$[3] IR = g / RoicI$$

e sostituendo IR nella formula [2] sopra del flusso di cassa disponibile, si ha che:

$$[4] FCD = NOPLAT * (1 - g) / RoicI$$

e, infine, sostituendo nella [2] sopra FCD, si ha che

$$[5] \text{ VALORE RESIDUO} = NOPLAT_{t+1} * (1 - g) / RoicI / WACC - g$$

Qui va osservato che (1) al numeratore della frazione è presente il profitto operativo depurato del tasso di investimento e che (2) questa configurazione di profitto equivale, appunto, al flusso di cassa disponibile. Che la formula dei generatori di valore produca precisamente il processo di proiezione e attualizzazione dei flussi di cassa può essere provato con un semplice esempio numerico⁴⁷.

$$\text{VALORE RESIDUO} = NOPLAT_{t+1} (1 - g / RoicI) / WACC - g$$

NOPLAT = livello normalizzato del profitto operativo al netto delle imposte nel primo anno successivo al periodo della previsione esplicita

g = tasso di crescita perpetua del NOPLAT

Roic_I = tasso di rendimento dei nuovi investimenti da realizzarsi dopo il periodo di previsione esplicita

WACC = costo medio ponderato del capitale

⁴⁴ Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, op. cit., pagg. 104 – 106.

⁴⁵ L'argomentazione è ripresa con delle modificazioni da Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, op. cit., pagg. 104 – 106.

⁴⁶ Per ricavare la formula sopra stante vedasi Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, op. cit., pagg. 305 – 307.

⁴⁷ L'esempio in argomento è tratto, con delle modifiche, da Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, op. cit., pagg. 307 – 308.

Proiezione dei flussi di cassa

ANNO	1	2	3	4	5
Noplat	100	106	112,36	119,1	126,25
Investimento netto	50	53	56,18	59,55	63,12
Flusso di cassa disponibile	50	53	56,18	59,55	63,12
VALORE RESIDUO	50/1,11	53/1,11	56,18/1,11	+...+ 50*(1,06)^149 / 1,11^150 = 1000	

Al medesimo risultato si addiuvano usando la formula [2] sopra della perpetuità di crescita dei flussi di cassa:

Ed usando la formula [5] sopra dei generatori di valore:

$$\text{VALORE RESIDUO} = 100 (1 - 6\% / 12\%) / 11\% - 6\% = 1.000$$

Gli autori non mancano di presentare delle importanti considerazioni riguardo (1) l'incidenza del valore residuo sul complessivo valore dell'impresa; (2) la durata del periodo della previsione; (3) la durata del vantaggio competitivo che contraddistingue l'impresa.

La rilevante **incidenza del valore residuo sul complessivo valore dell'impresa** generalmente dipende dalla distribuzione dei flussi di cassa generati dalla gestione. Spesso, infatti, "(...) i flussi di cassa dei primi anni vengono parzialmente o totalmente annullati dagli esborsi per investimenti in capitale fisso e circolante, destinati a generare in seguito flussi di cassa più consistenti"⁴⁸.

La **durata del periodo della previsione** non incide sul valore dell'impresa, dato che quest'ultima influenza unicamente la sua distribuzione temporale tra il periodo della esplicita previsione ed il periodo successivo. Si tratta, semmai, di dare al periodo della previsione esplicita un'ampiezza tale da permettere all'impresa di raggiungere al termine di tale periodo una condizione operativa stabilizzata. Il logico corollario di tale impostazione è che l'orizzonte della previsione, ossia del business plan collegato alla valutazione del capitale d'impresa, non è predeterminato: può essere di tre, cinque ed anche più anni.

Il fatto che il concetto della **durata del vantaggio competitivo**, ossia della durata di un rendimento del capitale investito superiore a quello medio del settore, predica che tale rendimento resterà superiore al costo del capitale solo per un certo arco di tempo, per poi diminuire e portarsi all'incirca su quel livello medio, non significa che sussista una relazione tra l'orizzonte della previsione ed il valore dell'impresa.

Se, infatti, si assume che i rendimenti addizionali nel periodo post previsione esplicita siano soltanto uguali al costo del capitale, mentre lungo il periodo della previsione esplicita figurano essere superiori, ciò non significa che il rendimento sul capitale investito totale, pre e post previsione esplicita, sarà uguale al costo dello stesso: il rendimento sul capitale investito continuerà ad essere superiore al costo medio del capitale.

Le perplessità suscitate dall'osservazione che una parte consistente del valore complessivo dell'impresa si concentra nel periodo post previsione esplicita, possono, dunque, essere superate - suggeriscono gli autori - tenendo presente che spesso questa è soltanto una mera impressione correlata alla distribuzione dei flussi di cassa. Ciò perché spesso una di-

struzione del valore complessivo di questa natura indica semplicemente che durante i primi anni i flussi di cassa generati dall'impresa vengono annullati dagli esborsi per spese in conto capitale fisso e circolante⁴⁹.

4.18 E.P. - ECONOMIC PROFIT⁵⁰ ED E.V.A. - ECONOMIC VALUE ADDED⁵¹. La crescente attenzione al tema della creazione di valore per l'azionista ha portato alla creazione di altri modelli di valutazione, tra i quali l'**EP - Economic Profit** e l'**EVA - Economic Value Added**.

Entrambi si richiamano al modello di reddito residuale, dato che quantificano la differenza tra il **reddito operativo netto** ed il **costo complessivo del capitale investito**, pari, quest'ultimo, al prodotto tra il capitale investito ed il costo opportunità dello stesso, fatto coincidere con il **WACC**, ossia con il costo medio ponderato del capitale.

$$EP_t = NOPAT_t - WACC_t * CIN_{t-1}$$

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC * CIN_{t-1}$$

dove

EP = Economic Profit

EVA = Economic Value Added

NOPAT - Net operating profit after taxes = Utile operativo dopo le imposte

WACC - Weighted Average Cost of Capital = Costo medio ponderato del capitale

CIN - Capital Invested = Capitale Investito Netto (quantificato ad inizio periodo t)

CALCOLO DELL'E.P. (o DELL'E.V.A.)

NOPAT prima delle imposte	500
Imposte (50%)	250
NOPAT netto	250
CI netto	3.000
WACC	8%
E.P. (o E.V.A.) = 250 - (0,08 * 3000) = 10	

Le due formule sono identiche, ma differiscono nella definizione delle singole variabili comprese nell'algoritmo valutativo. Infatti, mentre l'EP non prevede alcuna rettifica alle voci contabili considerate, l'EVA prevede delle integrazioni⁵² da apportare (1) al capitale investito e (2) al NOPAT.

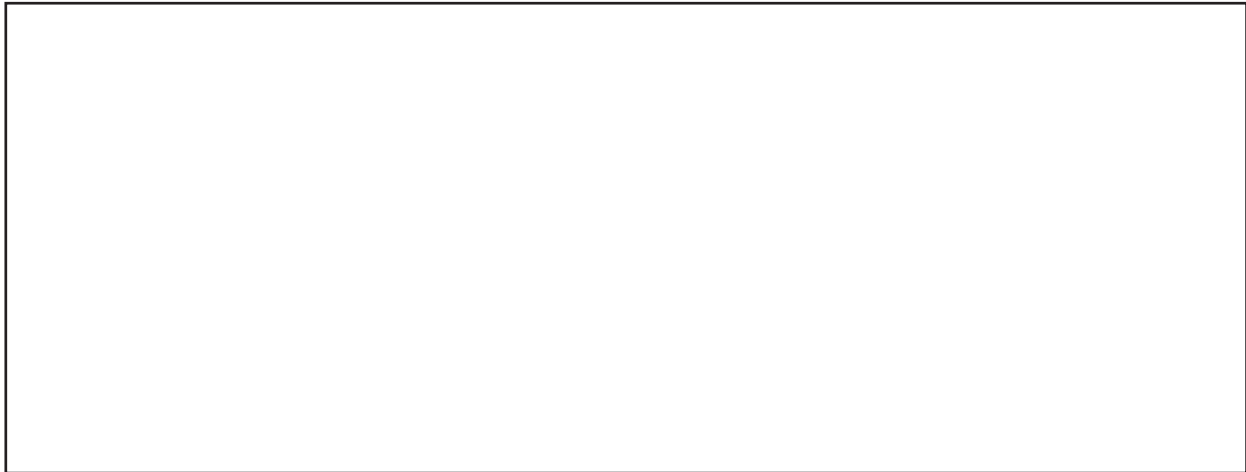
⁴⁸ Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, op. cit., pagg. 303 - 304. Sul piano operativo della valutazione della strategia, è molto interessante la rappresentazione che gli autori danno delle diverse interpretazioni che, logicamente e coerentemente, si possono dare circa del periodo di formazione del valore nell'impresa.

⁴⁹ Qui, la posizione della dottrina anglosassone si discosta parecchio dalla nostra migliore dottrina. "(...) è ben noto come le stime di "capitale economico", in quanto legate a capacità reddituali già acquisite e di probabile (se non proprio certo) raggiungimento nel breve termine, risentono in modo più contenuto delle aleatorietà della previsione. Mentre queste incertezze sono spinte al massimo grado nelle stime di "capitale potenziale", fortemente legate ad attese di flussi a lungo termine sostanzialmente svincolate da rapporti coi risultati del passato." In Luigi Guatri e Lucio Sicca, op. cit. 30 - 36. "... Occorre tenere ben presente che i risultati delle stime del valore contengono, dal più al meno, scelte in parte discrezionali, cioè sono interessate da soggettività e arbitrarietà degli esperti, opinabilità, scarsa dimostrabilità. Il fenomeno tende ad esaltarsi proprio nelle "formule" che vanno per la maggiore, quelle cioè fondate sui flussi attesi (di reddito, di cassa) a lungo termine attualizzati. E' ben noto, da un lato, che la credibilità/dimostrabilità di tali flussi si attenua via via che essi si allontano nel tempo (dopo 4 / 5 anni la previsione "analitica" è problematica); e d'altro lato è dimostrato da diverse ricerche che il peso dei flussi oltre tale termine (espressi nei metodi finanziari e in altri con il cosiddetto "valore terminale") in molti importanti settori si situano tra il 75% ed il 90% (Quadro 1)". In Luigi Guatri, op. cit., pagg. 21 - 22. E' alla luce delle osservazioni di Guatri e Sicca che può essere molto interessante ed utile conoscere la posizione, illustrata con alcuni esempi numerici, di Copeland, Koller e Murrin circa l'orizzonte temporale proprio della creazione di valore in, appunto, Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, op. cit., pagg. 313 - 314.

⁵⁰ L'Economic Profit costituisce l'ulteriore contributo di Copeland, Koller e Murrin. Cfr. Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, op. cit.

⁵¹ Il modello EVA è un marchio registrato di proprietà della società di consulenza nord-americana Stern Stewart Co. Sull'argomento vedasi G. Bennett Stewart III, op. cit.

⁵² La società Stern & Stewart ne ha previste 164. Essa, però, suggerisce di procedere al massimo a 5 - 10 integrazioni e soltanto a quelle che hanno un impatto significativo sull'EVA. Ne consegue che la misura dell'EVA è determinabile e determinata caso per caso. Cfr. Andrea Amaduzzi, op. cit. pag. 123 (riporta A. Provasoli, *Problemi di misurazione della performance aziendale nei modelli di valore*, La valutazione delle aziende, n. 7, dicembre 1997, pagg. 14 - 26).



Da un lato, il NOPAT deve essere nelle intenzioni dei suoi autori espressivo dell'effettiva performance economica della gestione caratteristica. Esso va, perciò, rettificato per tenere conto dell'impatto delle convenzioni contabili e delle politiche di bilancio sulla redditività operativa contabile. Dall'altro lato, il capitale investito, corrispondente alla somma del debito e del patrimonio netto, è integrato con degli accantonamenti che s'identificano in riserve equivalenti, appunto, al patrimonio netto.

Quando accade, ed accade non infrequentemente, di trovarsi davanti ad un modello valutativo denominato EVA, privo delle cosiddette rettifiche **equity equivalent**, in realtà questo non è l'EVA della Stern & Stewart, bensì l'EP di Copeland, Koller e Murrin.

Di entrambi i modelli, EP ed EVA, si può, dunque, dire che permettono di separare le diverse decisioni a seconda della loro natura economica o finanziaria, dal momento che (1) il NOPAT è al netto delle imposte calcolate come se l'impresa fosse finanziata soltanto da capitale proprio e che (2) il beneficio derivante dalla deducibilità fiscale degli interessi passivi è considerato nel costo del capitale.

Per quanto riguarda il **WACC**, ossia il costo medio ponderato del capitale, esso viene determinato con il modello CAPM ed è dato dalla media del costo del debito e del costo del capitale di rischio, ponderata con la

Trovato il valore di V_0 , è poi necessario sottrarre dallo stesso il valore dei debiti finanziari, per cui

$$W_0 = V_0 - D_0$$

dove

W_0 = Valore di mercato dell'impresa

V_0 = Valore dell'investimento complessivo nell'impresa

D_0 = Valore del debito finanziario.

L'EP e l'EVA sono, dunque, dei criteri misti di valutazione, che pervengono alla misurazione della ricchezza creata dall'impresa sulla base di un approccio **assets side**, fondato, cioè, sulla capacità dell'impresa di offrire un'extraremunerazione (l'Economic Profit o l'Economic Value Added) all'intero capitale investito in luogo che al solo capitale netto.

Essendo, insieme, misure di valore e misure puntuali delle prestazioni dell'impresa, sono gli unici parametri che permettono di collegare la valutazione di piani economici ai criteri di selezione degli investimenti ed alle procedure di valutazione a consuntivo dei risultati ottenuti.

E' per quest'evidente ragione che la metrica di misurazione del valore creato è oggi prevalentemente incentrata sull'EP o sull'EVA⁵³.

4.19 LA BALANCED SCORECARD. I tradizionali strumenti di controllo di gestione, tipicamente il **budget** ed il **report**, si dimostrano inadatti a tradurre in modo comprensibile per tutta l'organizzazione la **visione** ed il **piano strategico** dell'impresa, cioè il cosiddetto business plan. Se, infatti, in fase di controllo dell'attuazione della strategia, l'impresa si limita ad un esame incentrato su tali strumenti, non è improbabile che sia portata a concentrarsi sull'evoluzione a breve del suo assetto economico-finanziario e che, quindi, venga a mancare un reale **feed-back**, ossia una reale capacità di retroazione.

La considerazione che i risultati futuri dipendono, perciò, anche dalle azioni intraprese nel passato ed al presente aiuta a comprendere come tra la gestione d'impresa nel breve e quella nel lungo periodo possa emergere una relazione confliggente tutte le volte che il perseguimento di un obiettivo a lungo termine viene trascurato per favorire il raggiungimento di traguardi di breve termine. E poiché il discorso sviluppato in queste note verte sull'opportunità dell'adozione di una metrica incentrata sulla creazione di valore, occorre interiorizzare che ciò che va posto sotto controllo è, oltre alla creazione di valore a breve termine, la creazione di valore a medio-lungo termine.

Ora, la creazione di valore a breve ed a lungo dipende da tre variabili: (1)

RETTIFICHE AL REDDITO OPERATIVO AL NETTO DELLE IMPOSTE (misura contabile)	WACC = $r_e * E / (E + D) + r_d * (1 - t) D / (E + D)$	Capitale investito (misura contabile)
+ accantonamento per imposte differite		+ fondo imposte differite
+ variazione della riserva valore		+ riserva Lifo
+ ammortamento del Goodwill		+ ammortamento del Goodwill
+ costi per lo sviluppo dei beni immateriali al netto degli ammortamenti		+ costi relativi ai beni immateriali
+ oneri (proventi) straordinari al netto delle imposte		+ oneri (proventi) straordinari al netto delle imposte
+ accantonamento a fondi rischi		+ mezzi propri gravati invece
+ riserve per spese future		
- beneficio dello scudo fiscale sugli interessi		
= NOPAT OPERATING PROFIT AFTER TAXES		= CAPITALE INVESTITO NETTO

$$V_0 = I_0 + \sum_{t=1}^{\infty} (NOPAT_t - WACC * I_{t-1}) / (1 + WACC)^t$$

oppure, il che è la stessa cosa,

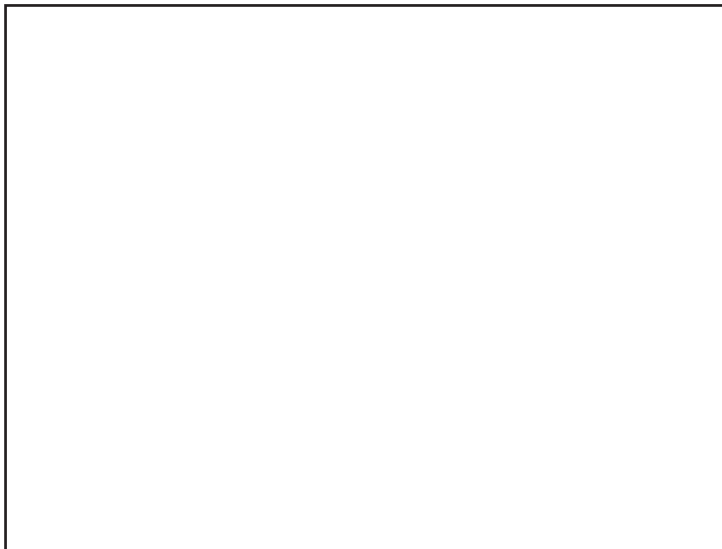
$$V_0 = I_0 + \sum_{t=1}^{\infty} EP_t / (1 + WACC)^t$$

dove
 I_t = capitale complessivo investito nell'impresa a fine periodo t
 WACC = costo medio ponderato del capitale investito

⁵³ Diverse altre nuove sigle, proposte da accademici e da società di consulenza, si stanno diffondendo nelle imprese ... "e comune a queste modalità tecniche di creazione di valore è l'inserimento nei conti del costo del capitale, vero anello mancante dei conti tradizionali. Cfr. Donna Giorgio, *Le idee*, pag.36 in AA.VV. op. cit. La versione dell'EVA presentata nel presente lavoro coincide, ad esempio, con il **CVE** - Creazione di valore di esercizio, formulato dall'accademico testé citato. Per una esauriente rappresentazione delle diverse misure di valore vedasi Amaduzzi Andrea, op. cit., pagg. 113 - 221.

⁵⁴ La **visione** consiste nell'indicazione di dove l'impresa sta andando, di ciò che essa sarà in grado di realizzare, in termini di attività da svolgere, ed è strettamente correlata al cosiddetto **intento strategico**, cioè alla convinzione ed all'impegno del management a realizzare il business plan. Visione ed intento strategico riflettono: "l'identità attuale dell'impresa (inclusa la percezione interna di quali siano le competenze attuali dell'impresa); le assunzioni chiave relative all'evoluzione futura dell'ambiente generale e specifico (dinamica prospettica della domanda, della concorrenza, della tecnologia); le opportunità future che si aprono all'impresa ed i benefici per i clienti che si vogliono nel futuro servire; le competenze che devono essere sviluppate per "costruire" il futuro dell'impresa e cogliere le opportunità future". In Fabio Buttignon, *Le competenze aziendali, Profili di analisi, valutazione e controllo*, UTET Libreria, Torino, 1996, pagg. 123 - 124.

la redditività operativa; (2) il capitale investito; (3) il costo del capitale. Ciascuna di queste tre variabili è, a sua volta, l'effetto combinato delle leve del valore, che si rinviengono nel tradizionale budget e report economico-finanziario.



Quella che precede è la prima delle **quattro prospettive**, o visioni, su cui è incentrato il nuovo strumento di controllo direzionale denominato **Balanced Scorecard**⁵⁵, la quale, proponendosi di misurare fenomeni qualitativi e quantitativi che si pongono in una relazione di causa ed effetto con i tradizionali indicatori economico-finanziari, permette di superare le discrasie tipiche del "vecchio" controllo di gestione: informazioni parziali e, soprattutto, riferite al passato.

La seconda è la **prospettiva dei clienti**, la quale tende a definire gli orientamenti di tendenza che guidano la percezione che i clienti hanno dell'impresa e che permettono di prevedere lo sviluppo futuro delle vendite. Essa è incentrata su parametri quali: (1) la quota di mercato dell'impresa rispetto ai concorrenti; (2) la percentuale delle vendite in relazione a vecchi e nuovi clienti; (3) la redditività operativa delle vendite e la loro partecipazione al complessivo fatturato dell'impresa.

Segue la terza, la quale è la **prospettiva dei processi** in cui l'impresa deve eccellere nel perseguimento dei suoi obiettivi strategici e che viene messa in luce da indicatori quali (1) i tempi di produzione, spedizione ed attesa del cliente, (2) i parametri di difettosità del prodotto, (3) i costi unitari di produzione e di vendita.

La quarta, infine, è la **prospettiva dell'apprendimento e la crescita del personale**, la quale tende a definire le modalità con le quali l'impresa sorregge la sua crescita, vale a dire le modalità di implementazione della strategia.

L'importanza di questa prospettiva emerge soprattutto nel momento in cui si prende atto che la crescita dipende dall'innovazione, intesa questa

come risposta che l'impresa dà ai segnali che le provengono dal mondo esterno, e che l'innovazione dipende, a sua volta, dalla qualità del capitale umano destinato a risolvere i problemi che emergono.

Il bilanciamento tra creazione di valore a breve e creazione di valore a lungo viene ricercato attraverso la pianificazione ed il controllo dell'equilibrio dell'evoluzione prospettica sia dei parametri suestesi di ordine quali-quantitativo che dei tradizionali indicatori di budget e report.

4.20 CREAZIONE DI VALORE E STRATEGIA ECONOMICO-FINANZIARIA:COMPATIBILITA'. La strategia economico-finanziaria è una **strategia corporate**, cioè di pertinenza dell'alta direzione, a causa del suo forte impatto sull'organizzazione complessiva e sulla performance dell'impresa. Oggetto di tale strategia sono, infatti, le decisioni riguardanti (1) gli investimenti, che determinano la crescita dimensionale dell'impresa e che, sul lungo periodo, ha anche effetti sulla sua capacità di autofinanziamento; (2) i finanziamenti, che, influenzando sul grado di indebitamento e, quindi, sulla leva finanziaria, determinano la redditività del capitale proprio; (3) i dividendi, che influiscono anch'essi sulla capacità di autofinanziamento dell'impresa.

La base informativa per valutare una strategia di questo tipo è lo schema in cui si scompone l'assetto economico-finanziario: (1) liquidità; (2) solidità; (3) redditività (4) sviluppo⁵⁶.

Come viene suggerito⁵⁷, i criteri rilevanti di valutazione, da utilizzarsi in modo combinato, sono: (1) il mantenimento di margini di flessibilità finanziaria, correlato alla liquidità; (2) il contenimento del rischio finanziario, associato alla solidità; (3) la ricerca della competitività, connesso alla necessità di assicurare le risorse necessarie allo sviluppo; (4) il rendimento azionario, collegato alla redditività.

Se il modello della creazione di valore, sia esso SVA, EP, CVE od EVA, non incorpora anche le esigenze correlate ai primi tre criteri di valutazione che precedono, può capitare, ad esempio che l'alternativa strategica che crea maggior valore presenti nell'orizzonte di piano insoddisfacenti situazioni di liquidità e solidità alla luce, ad esempio, dei parametri valutativi del sistema del credito.

Ora, va tenuto presente che il debito ha un ruolo di straordinaria importanza nel modello della creazione di valore. In primo luogo per la sua prerogativa di **scudo fiscale**, che porta ad una riduzione del costo medio ponderato del capitale e, conseguentemente, ad un aumento del valore del capitale d'impresa⁵⁸. In secondo luogo, esso è uno strumento efficace per limitare la discrezionalità del management nell'allocatione delle risorse finanziarie. Questo modello, spinge, per così dire, all'indebitamento: " ... Tale prospettiva [quella della definizione di una struttura finanziaria target, intesa come combinazione fra debito e capitale proprio che consenta all'impresa di utilizzare i benefici del debito, mantenendo nel contempo la flessibilità e l'elasticità finanziaria necessaria per assorbire i cambiamenti repentini del mercato] è stata in parte superata come testimoniano sia i più recenti di **leveraged buy out** e di **leveraged recapitalization** ... Non è più la ricerca di specifica ed immodificabile miscela fra debito e capitale di rischio ad essere importante, ma la definizione di quanto debito e a quali condizioni contrattuali è più conveniente raccogliere, in funzione del ciclo di vita del-

⁵⁵ Può essere tradotta semplicemente come **pagella**. Per un approfondimento vedasi R. S. Kaplan e D. T. Norton, *Balanced scorecard. Tradurre la strategia in azione*, Isedi UTET, Torino, 2002, titolo originale dell'opera *The Balanced scorecard*, Harvard Business School, Boston, USA, 1996.

⁵⁶ Questo è lo schema di Vittorio Coda in *La valutazione della solvibilità a breve*, in Giorgio Brunetti, Vittorio Coda, Francesco Favotto, *Analisi, previsioni e simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas Libri, Milano, 1984, pagg. 127- 146.

⁵⁷ Giorgio Invernizzi, op. cit., pagg. 41 - 79.

⁵⁸ Quando si è in presenza di benefici fiscali associati al debito (situazione, quest'ultima quasi sempre presente), occorre tenere presente che il valore di E, cioè il valore del capitale di rischio in sede di valutazione del capitale d'impresa, deve incorporare il valore attuale del risparmio d'imposta correlato alla deducibilità fiscale degli oneri finanziari. Il problema merita, perciò, di essere illustrato con il confronto tra due imprese caratterizzate da un reddito operativo perfettamente coincidente, ma difformi quanto a struttura del capitale.

	(A)	(B)
Reddito operativo		5.000
	5.000	
aliquota fiscale (T)	36,0%	36,0%
costo del debito (D)		7,5%
debito finanziario		16.000
oneri finanziari		1.200
risultato ante imposte	5.000	3.800
imposte	1.800	1.368
reddito netto	3.200	2.432
Risparmio d'imposta	432	

Dal confronto del conto economico delle due imprese emerge come il ricorso all'indebitamento produca un risparmio fiscale di 432, pari al prodotto degli oneri finanziari per l'aliquota fiscale sul reddito societario.

Ora, è come se si fosse verificato un trasferimento d'imposta dall'impresa allo Stato, oppure, ciò che è la stessa cosa, come se lo Stato avesse riconosciuto all'impresa indebitata un sussidio (L'argomentazione è ripresa con delle modificazioni da Silvano Guelfi, *La politica finanziaria: la struttura delle fonti*, pagg. 234 - 292, in Luigi Brusa, Silvano Guelfi, Luciana Zamprogna, op. cit.).

Ebbene, qualora si assuma l'invariabilità nel tempo del debito dell'impresa, il valore attuale dei risparmi d'imposta può essere fatto pari a:

$$(D * T) = 16.000 * 0,36 = 5.760$$

oppure, ciò che è la stessa cosa,

$$\text{risparmio d'imposta} / \text{costo del debito} = 432 / 0,075 = 5.760$$

l'azienda"⁵⁹.

E' per questo che la prospettiva di un bilanciamento tra liquidità, solidità, sviluppo e creazione di valore che viene proposta⁶⁰ appare davvero molto importante.

Per la scelta degli indicatori volti ad esprimere i profili di liquidità, solidità e sviluppo si può fare riferimento allo schema sopra citato⁶¹ e si può pensare di collocarli in una apposita, nuova prospettiva della balanced scorecard.

5. LO STATO DELL'ARTE. Dei modelli presentati, che, ovviamente, non esauriscono il percorso attuato negli anni dall'analisi e dalla valutazione strategica, alcuni sono stati dalla teoria e dalla pratica abbandonati mentre altri presentano tuttora, a volte modificati, una loro validità operativa.

La **strategia di differenziazione** è un portato del **modello della concorrenza monopolistica** di Edward H. Chamberlin. Oggi si riconosce che ogni prodotto compete più intensamente con i prodotti che gli assomigliano e si accoglie conseguentemente l'idea che il rendere differente il prodotto rispetto a quelli della concorrenza riduca l'intensità competitiva. E, infatti, tutte le volte che i prodotti offerti sono da considerarsi almeno in parte diversi da quelli dei concorrenti, l'impresa dispone di una varietà di strumenti (qualità del prodotto, prezzo, promozione-comunicazione, canali di vendita) per fronteggiare la competizione.

La differenziazione è una delle strategie di posizionamento, che costituiscono un terreno dove gioca, ancora oggi, un ruolo importante la **matrice delle strategie competitive** di Ansoff, dirette a valorizzare il possibile divario tra vendite previste e vendite-obiettivo.

Resta in piedi, più che mai, l'intero apparato concettuale delle **competenze distintive e di base**, posto alla base della più evoluta analisi strategica, così come continua ad essere usato il modello del **break even** nella "moderna" formulazione di Giorgio Donna⁶² che fa entrare tra i costi variabili il costo del capitale circolante e tra i costi fissi il costo del capitale fisso.

Nell'ambito della valutazione strategica, i **budget economici, finanziari e patrimoniali** svolgono un ruolo determinante posto che vanno, tra l'altro, a formare il business plan, in cui tutta la pianificazione strategica trova la sua formalizzazione.

Continua ad essere utilizzato il modello contabile con i suoi principali parametri valutativi **ROI e ROE**, con delle impostazioni che cercano di migliorare la sua efficacia conoscitiva e, quindi, la validità delle sue risposte. Pur depurato dalle distorsioni provocate dall'applicazione di criteri ispirati a prudenza amministrativa e da quelle riconducibili ad opportunità fiscali, il modello contabile è un criterio di valutazione delle strategie e della performance dell'impresa discutibile, perché non tiene conto del valore finanziario nel tempo e del costo implicito del capitale di rischio.

Mantiene la sua validità, modificato in chiave finanziaria, il **modello della crescita sostenibile**, mentre su quello tradizionale in chiave contabile permane l'interesse degli analisti per la sua capacità di mettere in rilievo le relazioni di fondo tra il tasso di crescita dell'impresa e le variabili da cui esso dipende. Quanto al costo del capitale, malgrado le pregevoli alternative presentate dalla teoria finanziaria, il **capital asset pricing model** è tuttora lo strumento massimamente utilizzato per individuare il costo opportunità del capitale.

Anche l'apparato di analisi strategica di Michael E. Porter, nonostante la pressione alla quale è sottoposto ormai da qualche anno dalla migliore dottrina anglosassone, continua ad essere semplicemente insostituibile nell'analisi di settore e del processo produttivo dell'impresa con i suoi modelli delle cinque forze e della catena del valore e la sua riflessione sui fattori critici di successo dell'impresa e sui cosiddetti gruppi strategici. Utile per procedere ad analisi interne e di benchmarking sui concorrenti, lo **SVA – Shareholder Value Added**, elaborato da Alfred Rappaport, può considerarsi un valido ed efficace strumento di analisi e valutazione strategica quando viene applicato a situazioni caratterizzate da gestioni stabilizzate ed attendibilmente prevedibili.

E', comunque, il modello valutativo basato sull'analisi dei **flussi di cassa operativi**, e quindi di natura puramente finanziaria, suggerito anch'esso da Alfred Rappaport, che ha avuto e mantiene un sopravvento generalizzato nella dottrina e nella prassi anglosassone e non. Anche all'interno della nostra migliore dottrina, infatti, vi è chi ormai vede nei flussi di cassa, di natura operativa, scontati al costo opportunità del capitale impiegato, il miglior parametro per apprezzare il valore creato dalle diverse strategie seguite nella gestione dell'impresa⁶³.

I flussi di cassa operativi, che rispondono efficacemente se applicati all'intero ciclo di un progetto di investimenti, non si prestano, però, ad essere utilizzati per misurare le performance uniperiodali dell'impresa. Infatti, è solo quando si fa riferimento all'intera vita dell'impresa, o del progetto, e non ad ogni singolo periodo, che il flusso di cassa diventa una misura significativa per misurare le prestazioni dell'impresa. In altre parole, i flussi di cassa operativi si prestano molto bene alla valutazione di un piano strategico. Funzionano, però, meno bene come parametro di controllo dell'implementazione di una strategia data.

Ecco, allora, il ritorno, anzi l'affermazione, del **modello del reddito residuale** nelle sue moderne varianti dell'**E.P. - Economic Profit**⁶⁴ e l'**E.V.A. – Economic Value Added**⁶⁵, capaci di misurare il rendimento di tutto il capitale investito, e non anche dei soli mezzi di terzi.

Entrambi i modelli costituiscono degli ottimi sistemi di valutazione della performance e delle strategie dell'impresa. Entrambi fanno ricorso a concetti quali il reddito operativo ed il capitale investito che sono pienamente assimilati dalla pratica e dalla cultura del management ed hanno la capacità di introdurre nell'impresa un concetto di costo del capitale includente anche il costo implicito del capitale di rischio.

La rassegna dei diversi modelli presentati ha lo scopo di mostrare come negli anni si sia passati nel campo delle valutazioni strategiche da un approccio tipicamente contabile e da altri parametri propri della contabilità per la direzione al parametro di sintesi per eccellenza: il **valore creato**⁶⁶. E questo è un indicatore capace di proiettare nel tempo gli obiettivi di pianificazione strategica senza quelle limitazioni di cui soffrono il modello contabile ed il modello dei flussi di cassa.

6. STRATEGIA D'IMPRESA: TENDENZE E PROSPETTIVE.

Negli ultimi anni, la competizione ha occupato un posto centrale nel pensiero strategico. Lo stesso lessico degli specialisti è intessuto di espressioni quali strategia competitiva, benchmarking competitivo, vantaggio competitivo, ecc., mentre la più gran parte delle prescrizioni strategiche sono dirette a definire i modi attraverso i quali costruire un vantaggio competitivo.

Ed infatti, l'approccio strategico che ha dominato la scena di questi ultimi anni contrassegnati da turbolenze e discontinuità di ogni tipo, e che continua a dominarla ora, è riconducibile ad un posizionamento dell'impresa diretto a permetterle di acquisire tutto ciò che le è possibile e, nel contempo, di impedire ad ogni suo concorrente di fare altrettanto. In altre parole, l'impresa osserva ciò che fanno i concorrenti e si sforza di fare meglio. Si tratta di una logica di gestione diretta al miglioramento dei risultati soprattutto attraverso la riduzione dei costi e del capitale investito e ciò si traduce spesso in un trasferimento di valore dai diversi interlocutori dell'impresa (dipendenti, clienti, fornitori, istituzioni sociali) ai soci delle società.

*“Il problema di una strategia di appropriazione del valore è, in definitiva, perdente. E' come pretendere di arrestare l'alta marea e, come per l'alta marea, la capacità dei concorrenti di superare le difese dell'impresa non può essere arrestata a lungo. Seguendo questa strategia, l'impresa viene sempre di più sospinta all'angolo, con ogni giro di appropriazione di valore che richiede un maggiore sforzo, così che alla fine non c'è più alcun valore di cui appropriarsi. Pensando a sé stessa come al mercato, l'impresa finisce con il soccombere e il punto debole di questa visione è che l'interesse dell'impresa finisce per divergere rispetto all'interesse della collettività”*⁶⁷.

Questa è una critica radicale non solo dell'apparato strategico della

⁵⁹ G. Bennet Stewart III, op. cit., pag. 15.

⁶⁰ Giorgio Invernizzi, op. cit., pagg. 41 – 79.

⁶¹ Vittorio Coda, op. cit., pagg. 127- 146, in Giorgio Brunetti, Vittorio Coda, Francesco Favotto, op. cit..

⁶² Giorgio Donna, op. cit., 1999, pagg. 218 –221 e Damir Borsic e Corrado Assenza in *Le decisioni operative*, in (a cura di Giorgio Donna e Damir Borsic) *La sfida del valore, Strumenti e strategie per il successo dell'impresa*, Guerrini e Associati, Milano, 2000, pagg. 164 – 167.

⁶³ Luciana Zamprognà, *Le valutazioni d'azienda*, pagg. 166 – 193, in Luigi Brusa, Silvano Guelfi e Luciana Zamprognà, op. cit..

⁶⁴ Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, op. cit..

⁶⁵ Bennett Stewart III G., op. cit.

⁶⁶ Tale rassegna non è certamente esaustiva, avendo essa trascurato di illustrare altre importanti misure di performance e di creazione di valore, quali, ad esempio, l'italiano **REI – Risultato Economico Integrato** (Luigi Guatri, *Il metodo reddituale per la valutazione delle aziende, Nuovi orientamenti*, EGEE, Milano, 1996).

⁶⁷ Sumantra Ghoshal, Christopher Bartlett, Peter Moran, *A new manifesto for management*, pagg. 9 – 32, in (a cura di Michael A. Cusumano e Costantino C. Markides), op. cit., nostra traduzione e nostro corsivo.

positioning school⁶⁸ cui appartiene Michael E. Porter, assolutamente prevalente nel corso dell'ultimo decennio, ma anche del modo con in cui le imprese hanno comunemente interpretato la finalità della creazione di valore.

Critica su di una interpretazione ristretta della finalità della creazione di valore è anche la migliore dottrina italiana⁶⁹ che scorge un serio limite nella "... concezione dell'impresa che vede il soddisfacimento dell'interesse degli azionisti come il fine supremo, e la massimizzazione di questo interesse come la condizione per assicurare adeguata soddisfazione a tutti gli altri attori e interlocutori dell'impresa: dirigenti ed altri dipendenti, clienti e fornitori, comunità sociale e Stato" ... ciò perché a presiedere a questa concezione vi potrebbe essere "... una visione unilaterale della creazione di valore, contrastante con il forte ed efficace impegno a creare valore per tutti gli stakeholder"⁷⁰.

Nella medesima direzione in Italia, sembra andare il dibattito sulla funzione sociale dell'impresa, aperto da studiosi ed imprenditori⁷¹ e professionisti⁷².

Ciò detto, resta che all'orizzonte non vi è nulla di nuovo, capace di superare il modello di analisi di Michael E. Porter, il quale pare, quindi, destinato a restare ancora a lungo al centro dell'analisi strategica.

Se, da un lato, si deve prendere atto che non sono in vista nuovi modelli di analisi strategica, dall'altro lato, non si può fare a meno di notare nell'approccio all'analisi strategica degli esponenti delle diverse scuole di strategia un' enfasi nuova sul **capitale umano** delle imprese e sull'**innovazione**. "La chiave di tutto ... è nel fattore umano, nell'integrazione, armonizzazione e motivazione di quelli che lavorano per l'azienda. Se è vero che ogni successo imprenditoriale può essere spiegato da una logica sottostante, oggi quest'ultima è una strategia di trasformazione dei manager da creatori di sistemi in sviluppatori di persone"⁷³.

"In questo scorcio di fine millennio, la novità e la profondità dei cambiamenti in atto nei mercati e nella società richiedono una vera e propria rifondazione del ruolo dell'uomo nell'impresa. ...Tra le altre esigenze che il nuovo millennio ci annuncia, vi è indubbiamente anche quella di riconoscere la relazione esistente tra produttività dello human capital e capacità dell'impresa di realizzare tutte le prerogative: le capacità concettuali ed ideative, ma anche quelle esecutive e l'eticità degli individui"⁷⁴.

E sono gli individui che producono ricerca e, quindi, innovazione⁷⁵. Con riferimento all'osservazione di prima circa l'impresa che osserva i concorrenti e cerca poi di fare di meglio, si può affermare che così facendo essa fa soltanto dell'**imitazione**. Di innovazione non si è mai parlato tanto in Italia come in questi giorni, soprattutto in relazione alla risposta da dare alle imprese concorrenti come la Cina.

L'**innovazione** è un processo essenzialmente incerto per ciò che concerne il suo esito e dipende dalle opportunità tecnologiche del settore oltre che dalla capacità dell'impresa di rinnovare l'insieme delle sue conoscenze

ed attività.

L'innovazione, in termini di (1) **innovazione di prodotto** (miglioramento degli attuali prodotti e nuovi prodotti) ed (2) **innovazione di processo** costituisce, dunque, la risposta che l'impresa dà ai segnali che le provengono dal mondo esterno, i quali possono indicare nuove possibilità di espansione sia in termini di mercato che di soddisfazioni di nuovo tipo dei vari bisogni sociali.

Molto interessante è la rappresentazione dell'esito dell'innovazione sulla curva di domanda che si rivolge all'impresa e sulla curva del costo medio di lungo periodo di quest'ultima, prendendo a riferimento il percorso strategico attuato da **SMH**, produttrice degli **orologi Swatch**, che ha trasformato un oggetto che indica l'ora in un messaggio di tipo emozionale⁷⁶.

Il suo approccio strategico di fondo, ricorrente, peraltro, nelle iniziative dei **value innovators**, ossia degli innovatori del valore, si è basato su due elementi: (1) una strategia di prezzo basso per creare domanda; (2) una strategia produttiva volta ad ottenere un costo obiettivo basso per spiazzare i concorrenti. Dopo un adeguato studio, una squadra di progetto fissò il prezzo strategico per tale iniziativa, un prezzo, questo, che consentiva, di coprire tutti i costi, garantendo un margine di profitto. Allora gli orologi a basso costo e ad alta precisione al quarzo costavano \$75 l'uno e provenivano dal Giappone e da Hong Kong. Allo scopo di catturare la domanda di massa di questo tipo di orologi e di costruire rapidamente un marchio forte, SMH fissò il prezzo a \$45: a quel prezzo i clienti potevano comprare più di un orologio, inteso come accessorio di moda, e quel prezzo non lasciava ai concorrenti giapponesi e di Hong Kong alcun margine per copiare lo Swatch ed abbassarne il prezzo.

Il forte messaggio allora insito nello Swatch produsse la traslazione dal basso verso l'alto della curva di domanda⁷⁷, con conseguente incremento della domanda stessa, già all'originario prezzo di \$75. Lo sforzo prodotto sul piano del processo produttivo, spostò, invece, dall'alto verso il basso la curva del costo medio di lungo periodo⁷⁸, con il triplice, simultaneo vantaggio di portare in profitto l'impresa, ampliare l'offerta e scoraggiare i potenziali imitatori.

Questa strategia ha creato una impresa dominante, a causa del forte vantaggio competitivo creato, e scelse, tuttavia, da comportamenti e pratiche monopolistiche, dato che ha favorito il consumatore con un abbassamento del precedente prezzo di vendita del prodotto da \$75 a \$45 ed un forte ampliamento dell'offerta.

Quando l'impresa innova con successo, dunque, questa si assicura un vantaggio competitivo, ossia extraprofitto, e lancia, per così dire, un nuovo ciclo economico positivo.

Ciò, in definitiva, è quanto viene presentato, nell'attuale ampio dibattito in corso nel nostro Paese, come risposta razionale all'aggressività della competizione portata alle imprese italiane dalle infrastrutture industriali di paesi già in via di sviluppo.

⁶⁸ Sulle peculiarità del pensiero strategico delle diverse scuole di strategia e sulla necessità di una sintesi che le ricomponga, vedasi Henry Mintzberg e Joseph Lampel, *Reflecting on the strategy process*, pagg. 33 – 54, in (a cura di Michael A. Cusumano e Costantinos C. Markides), op. cit., pagg. 33 – 54.

⁶⁹ Donna Giorgio, op. cit., 1999, pagg. 345-346.

⁷⁰ Donna Giorgio, op. cit., 1999, pagg. 345-346.

⁷¹ Giovanni Moro e Alessandro Profumo, *Plusvalori, la responsabilità sociale dell'impresa*, Baldini e Castoldi Editori, Milano, 2003.

⁷² Carlo Molano ne *Il Commercialista Veneto, Ricchezza come?*, n. 152, marzo/aprile 2003.

⁷³ Martelli Antonio in *Il Sole 24 ORE, Nel caos investire negli uomini*, 14 novembre 2002.

⁷⁴ Marco Vigorelli in *Epilogo 1* in Claudio Scardovi, op. cit., pagg. 273 – 276.

⁷⁵ L'**innovazione**, da un lato, può essere definita come la messa in opera di un'**invenzione**, dall'altro lato, può essere vista come la risposta ai bisogni di un dato contesto sociale, economico ed istituzionale. Il suo sviluppo dipende dalla quantità di risorse che sono destinate alla soluzione dei diversi problemi e dalla qualità delle risorse dedicate alla soddisfazione dei diversi bisogni.

⁷⁶ Cfr. W. Chan Kim, Renée Mauborgne, *Strategy, value innovation, and the knowledge economy*, in (a cura di Michael A. Cusumano e Costantinos C. Markides), pagg. 197 – 228.

⁷⁷ Se la maggiore domanda fosse dipesa dal prezzo, vi sarebbe stato uno scivolamento lungo la curva di domanda, dovuto ad una variazione di prezzo. Qui, invece, vi è uno **spostamento della curva di domanda**, provocato da un mutamento delle preferenze dei consumatori.

⁷⁸ Il concetto sottostante alla curva del costo medio di lungo periodo può risultare un argomento scomodo, su cui vale la pena di soffermarsi.

Nel **breve periodo**, per ogni livello di produzione c'è sempre una combinazione ottima dei fattori produttivi, che permette di raggiungere il costo medio unitario più basso di quello conseguibile con qualsiasi altra proporzione di fattori. Allorché la proporzione dei fattori impiegati si discosta da quella ottima, i costi medi unitari aumentano.

Pur operando nel breve periodo, l'impresa deve, come è stato più sopra osservato, decidere la sua strategia nel lungo periodo. Prima di prendere una qualsiasi decisione relativamente, ad esempio, un nuovo prodotto, l'impresa si trova nel lungo periodo, data la vasta gamma di impianti ed attrezzature tra cui scegliere. Ma una volta realizzato l'investimento, l'impresa ricade nel breve periodo, perché le sue possibilità di intervento quanto a modificazioni del nuovo impianto, sono molto limitate.

Nel **lungo periodo**, che costituisce l'orizzonte di programmazione, l'impresa può installare gli impianti delle dimensioni e del tipo voluti. Per definizione, tutti i costi dell'impresa sono variabili, dato che non esistono fattori fissi nel lungo periodo. Ora, la **curva del costo medio di lungo periodo** mostra il costo unitario minimo corrispondente ad ogni livello produttivo nel caso sia possibile costruire l'impianto delle dimensioni volute. Ne segue che ogni punto della curva del costo medio di lungo periodo rappresenta una combinazione ottima dei fattori produttivi.