

Capitolo Uno

CREAZIONE DI VALORE E *VALUE INVESTING*

SOMMARIO: 1.1. Considerazioni introduttive. – 1.2. L’obiettivo della finanza aziendale: la creazione di valore. – 1.3. Come si misura la creazione di valore. – 1.4. Cos’è il *value investing*? – 1.5. L’anomalia delle imprese *value*. – 1.6. Valutazioni in principio, valutazioni in pratica.

1.1. CONSIDERAZIONI INTRODUTTIVE

Cosa significa selezionare un investimento ovvero allocare capitale di pieno rischio utilizzando un approccio *value based*, cioè orientato al valore?

Si tratta di individuare quelle imprese (i.e. *value champions*) che, dotate di un vantaggio competitivo durevole (VCd), creano sistematicamente più valore delle loro concorrenti e, dopo aver misurato il loro valore intrinseco (V_i), gestire l’allocazione del capitale di pieno rischio.

In tal senso il principio di finanziamento dell’impresa realizzato con capitale proprio (*equity*) assume le caratteristiche di un vero e proprio “investimento” di lungo periodo che rappresenta l’antitesi della c.d. “speculazione” che, come noto, rappresenta una scommessa sul futuro (anche breve) di un’impresa.

L’approccio che si intende illustrare nel presente lavoro si basa quindi sui pilastri concettuali della creazione di valore e su una strategia di investimento, denominata *value investing*, molto conosciuta a livello internazionale, ma ancora poco studiata nel nostro paese.

Questo primo capitolo rimanda il lettore ai principi della creazione di valore e, in particolare, alle modalità della sua misurazione.

Successivamente viene introdotto il concetto di *value investing*.

Preliminarmente gioverà distinguere che cosa è rispetto a cosa non è il *value investing* e, in ragione della sua origine storica legata ad un particolare periodo dei mercati finanziari (anche conosciuto come “grande depressione”), verificare i profili di attualità (e di inattualità) dei suoi assunti.

Infine dopo aver ricordato i differenti stili di investimento che individuano le

imprese “*value*” rispetto a quelle “*growth*”, il capitolo si conclude introducendo l’anomalia delle “*value*” ed il concetto di valore intrinseco (Vi).

Il processo di determinazione del Vi è tecnica complessa e presenta molte insidie, ma si rivelerà l’essenza dell’approccio “*value based*” che sarà definito nei successivi capitoli.

1.2. L’OBIETTIVO DELLA FINANZA AZIENDALE: LA CREAZIONE DI VALORE

L’impresa, a prescindere dall’organizzazione assunta per l’esercizio di una determinata attività, è costituita da un insieme di investimenti (*assets*) che vengono finanziati attraverso la raccolta di fondi che, in base alla loro origine vengono classificati capitali di pieno rischio (*equity*) ovvero di debito (*debt*).

Le sue decisioni finanziarie si riferiscono alle alternative di finanziamento, alle scelte di investimento e alle modalità di restituzione del capitale investito nell’attività stessa.

La disciplina che si occupa delle decisioni finanziarie è la finanza aziendale il cui obiettivo coincide con quello di tutta la gestione dell’impresa: la creazione di valore¹.

La finanza d’impresa, si suddivide in tre aree: la struttura finanziaria (*capital structure*), la *corporate governance*, e la valutazione d’azienda (*valuation*)².

Le prime due si riferiscono alle politiche di finanziamento e alla struttura di governo e risultano strettamente collegate alla creazione di valore mentre la terza misura il valore del capitale economico investito.

Come si realizza per un’impresa la creazione di valore?

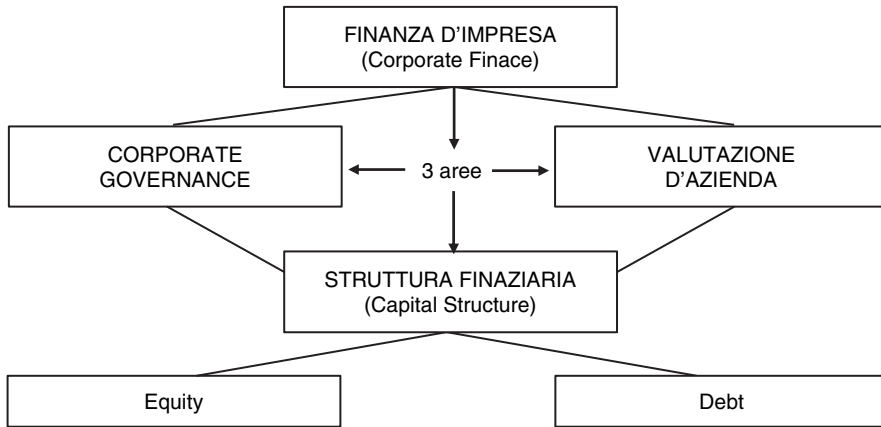
¹ Le origini di tale pensiero e la progressiva sostituzione dell’obiettivo della massimizzazione del profitto con quello della massimizzazione del capitale d’impresa, risalgono addirittura al principio del secolo scorso. Da Fisher a Samuelson si sviluppa il concetto che il valore del capitale deriva dall’attualizzazione dei futuri redditi generabili, al netto del costo sostenuto per l’investimento. Il riconoscimento di una gestione dell’impresa orientata all’incremento del suo valore fu accolta, in Italia, dagli economisti aziendali già con Gino Zappa. Già negli anni ’30, ed ancor prima a livello europeo, gli aziendalisti identificano l’obiettivo dell’economia dell’impresa con l’incremento di valore dell’azienda; si veda Zappa G., *Il reddito d’impresa*, Giuffrè, Milano, 1946 (la prima edizione appare nel 1921).

L’identificazione del benessere dell’impresa con la capacità di soddisfare le attese di tutti gli stakeholders. Portatori di interessi talvolta contrapposti e quindi conflittuali, ha progressivamente spostato l’attenzione degli economisti dalla massimizzazione del valore alla sua ottimizzazione, in ragione della conservazione di tale capacità nel corso del tempo. Per un approfondimento sulle teorie sviluppate sugli obiettivi dell’impresa si veda, fra tutti, il contributo esaustivo contenuto in Sciarelli S., *Economia e gestione delle imprese*, Cedam, Padova, 1997.

² Cfr. Tardivo G., Schiesari R., Miglietta N., *Finanza aziendale*, Isedi, Torino, 2010, p. 10 ss.

La teoria ci ricorda che la premessa della creazione del valore risiede nella capacità dell'impresa di ottenere un rendimento del capitale superiore al suo costo, e di autogenerare con l'esercizio della sua attività un flusso di cassa netto positivo (*free cash flow*).

Figura 1.1. – Le aree della finanza d'impresa (*Corporate Finance*)



Fonte: Elaborazione propria.

Per misurare l'obiettivo della finanza d'impresa occorre procedere alla valutazione del suo capitale economico, operazione che avviene in base alle risultanze del mercato ovvero attraverso un processo di autovalutazione basato sulla relazione rischio-rendimento che rappresenta il ponte di collegamento con il sistema finanziario esterno³.

Giova a questo punto ampliare il concetto di creazione di valore, al fine di identificare una funzione obiettivo più ampia che viene chiamata massimizzazione del valore, e contestualmente specificare la tipologia di valore di riferimento, ricordando le ragioni che fanno dello *shareholder value* il miglior obiettivo da perseguire in termini di massimizzazione nel lungo periodo.

³ Sul tema della valutazione ed in particolare sul processo di autovalutazione del capitale economico per la rilevazione della performance aziendale (in luogo dei valori di mercato) si veda Guatri L., *Il metodo reddituale per la valutazione delle aziende. Nuovi orientamenti*, Egea, Milano, 1996. Guatri L. *Valore e "intangibles" nella misura della performance aziendale*, Egea, Milano, 1997, e Guatri L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1998.

La massimizzazione del valore

La funzione obiettivo dell'impresa identificata nella massimizzazione del valore⁴ è in grado di guidare le decisioni finanziarie e supportare la costruzione di un sistema coerente ed integrato di modelli e teorie⁵.

Nel dettaglio e con riferimento alla tipologia è possibile identificare la:

- massimizzazione del valore dell'impresa (*firm value*);
- massimizzazione del valore del capitale netto (*equity value*);
- massimizzazione del valore del prezzo azionario (*shareholder's value*).

Il concetto più ampio è il valore dell'impresa (*firm value*), massimizzato ottenendo il valore attuale massimo dei flussi di cassa generati da tutti gli investimenti aziendali. Possono associarsi elevati costi collaterali, di tipo sociale e, in caso di separazione tra proprietà e controllo, esiste un potenziale conflitto di interessi fra azionisti e management.

Con il valore del capitale netto (*equity value*), i flussi di cassa attualizzati considerati sono quelli che residuano dopo il pagamento dei debiti finanziari (*debt*). Anche in questo caso, tuttavia, l'obiettivo non è esente da potenziali conflitti di interesse. Gli azionisti, infatti, controllando il processo decisionale, potrebbero trasferire ricchezza verso loro stessi aumentando il rendimento del capitale netto anche a costo di ridurre il valore complessivo dell'impresa⁶.

Arrivando infine alla massimizzazione del prezzo azionario (*shareholder's value*) l'unico rischio è che, nel caso in cui tale prezzo non rappresenti correttamente il valore dell'impresa, ad esempio per una diffusione non corretta del valore ovvero per irrazionalità o inefficienza del mercato finanziario, si genera un'allocazione del capitale errata per gli investitori.

⁴ I principali manuali di *corporate finance* assumono quale funzione obiettivo dell'impresa la massimizzazione del valore per gli azionisti; si vedano, tra gli altri autori, Van Horne: "In this book, we assume that the objective of the firm is to maximize its value to its stockholders", Van Horne J. *et al.*, *op. cit.*; Brealey & Myers: "Success is usually judged by value: Shareholders are made better off by any decision which increases the value of their stake in the firm... The secret of success in financial management is to increase value". Brealey R.A. *et al.*, *op. cit.*; Copeland & Weston: "The most important theme is that the objective of the firm is to maximize the wealth of its stockholders", Copeland T.E. *et al.*, *op. cit.*

⁵ Per maggiori approfondimenti si veda Damodaran A., *Applied Corporate Finance: A User's Manual*, John Wiley & Sons, second edition, 2006, p. 9 ss.

⁶ Si pensi, a titolo esemplificativo, all'eccessivo ricorso all'indebitamento (*leverage*) per aumentare il rendimento del capitale proprio, ROE (*return on equity*) attraverso l'utilizzo della leva finanziaria.

Nonostante ciò esistono numerose ragioni per considerare tale obiettivo il migliore ed altre ancora per poter affermare la sua capacità intrinseca di auto-correggere i propri limiti ⁷.

Come noto in un mercato efficiente:

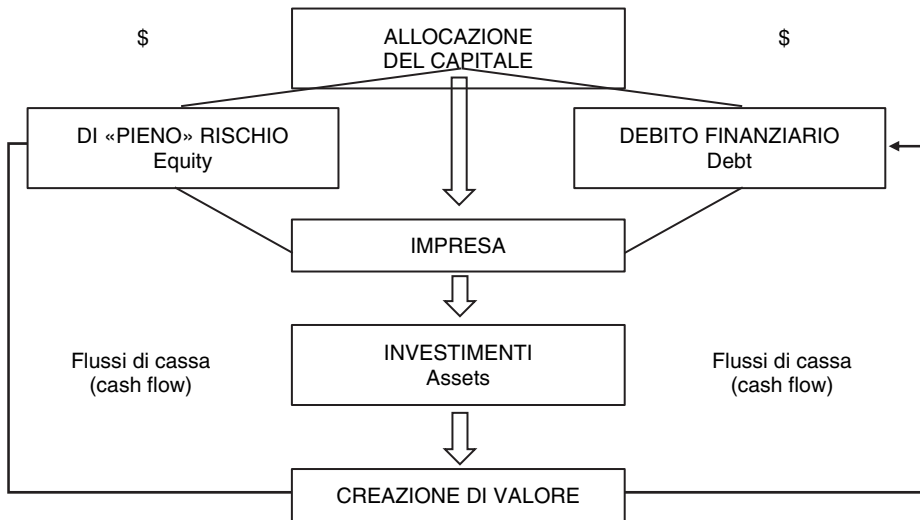
- non esiste asimmetria informativa tra impresa e mercato finanziario;
- gli interessi degli azionisti sono perfettamente allineati con quelli del management;
- i finanziatori terzi dell'impresa non corrono alcun rischio di espropriazione del capitale;
- l'impresa non produce costi sociali,

e naturalmente la realtà non riesce a soddisfare i requisiti citati.

La teoria tuttavia individua un sistema di regole che disciplina gli evidenti potenziali conflitti di interesse, rispettando il criterio di fondo della funzione obiettivo.

Ciò tuttavia non elimina, e non potrebbe farlo, le irrazionalità degli attori dei mercati finanziari, le loro distorsioni comportamentali e i loro *bias*, quasi sistematici. Ma su questo tema torneremo nel Capitolo 3.

Figura 1.2. – L’allocazione del capitale e la creazione di valore



Fonte: Elaborazione propria.

⁷I concetti che seguono e che, in parte sono ripresi nel paragrafo 1.5, sono stati adattati da Damodaran A., *op. cit.*

Gli investimenti e la formazione di nuovo valore

Risulta altresì di particolare importanza in queste note introduttive ripercorrere schematicamente il processo di formazione del concetto di valore legato all'attività dell'impresa.

Gli investimenti (*assets*), nella tradizionale rappresentazione fornita dal bilancio d'esercizio, vengono classificati come segue:

- investimenti fissi (*fixed assets*);
- investimenti correnti (*current assets*);
- investimenti finanziari (*financial assets*);
- investimenti immateriali (*intangible assets*);

mentre il capitale di pieno rischio (*equity*) e i debiti finanziari (*debt*) sono inseriti nelle passività, dettagliate in base alle rispettive scadenze temporali (breve, medio e lungo termine).

La valutazione di tali investimenti e di conseguenza del capitale economico deve tuttavia tenere conto delle c.d. opportunità di crescita⁸ e in tale ottica giova ulteriormente suddividere gli *assets* dell'impresa come segue:

- investimenti in essere (*assets in place*);
- valore atteso degli investimenti futuri (*growth assets*).

Figura 1.3. – Gli investimenti (*assets*) nella rappresentazione contabile

ATTIVITÀ (<i>Assets</i>)	PASSIVITÀ (<i>Liabilities</i>)
INVESTIMENTI FISSI (<i>Fixed Assets</i>)	PASSIVITÀ CORRENTI (<i>Current Liabilities</i>)
INVESTIMENTI CORRENTI (<i>Current Assets</i>)	DEBITI (<i>Debt</i>)
INVESTIMENTI FINANZIARI (<i>Financial Assets</i>)	ALTRE PASSIVITÀ (<i>Other Liabilities</i>)
INVESTIMENTI IMMATERIALI (<i>Intangible Assets</i>)	PATRIMONIO NETTO (<i>Equity</i>)

Fonte: Adattato da Tardivo G. *et al.*, *op. cit.*

⁸ Cfr Damodaran A., *op. cit.*, p. 20 ss.

In ogni caso la creazione di valore all'interno dell'impresa dipende dalla capacità della stessa di generare flussi di cassa (*cash flows*) positivi e in grado di remunerare le due differenti tipologie di capitale investito (*debt* e *equity*)⁹.

Figura 1.4. – Gli investimenti (*assets*) nella finanza aziendale

Assets		Liabilities	
Flussi di cassa generati dagli investimenti in essere di mt (fissi) e bt (capitale circolante)	Investimenti in essere (<i>Assets in Place</i>)	Capitale di terzi (<i>Debt</i>)	Diritto fisso sui flussi di cassa; Ruolo scarso o nullo nella gestione; Durata limitata alla scadenza del prestito; Deducibilità fiscale
Valore atteso che sarà creato dagli investimenti futuri	Opportunità di crescita (<i>Growth Assets</i>)	Capitale proprio (<i>Equity</i>)	Diritto residuale sui flussi di cassa; Ruolo significativo nella gestione; Durata illimitata nel tempo; Indeducibilità fiscale

Fonte: Adattato da Tardivo G. *et al.*, *op. cit.*

Nel corso degli ultimi decenni il ruolo degli *assets* è molto cambiato, e ad aumentare la complessità della valutazione, l'*asset* che oggi è considerato più legato al vantaggio competitivo (il c.d. capitale umano) non trova rappresentazione in bilancio, mentre i c.d. intangibles rappresentano le attività di maggior valore.

I confini dell'impresa cambiano continuamente e, in molti settori, è definitivamente tramontata l'impresa *asset intensive*.

Nel processo di allocazione del capitale di rischio risulta quindi strategicamente indispensabile conoscere ovvero individuare i fattori che contribuiscono a sviluppare le opportunità di crescita, sia con riferimento alla componente statica dell'ambiente competitivo di riferimento che a quella dinamica, rappresentata dalle opportunità che le imprese esistenti non vogliono o non possono sfruttare.

⁹ Le prime (*value*) quindi diffondono il loro valore sul mercato sulla base di *assets* "tangibili" e di utili "attuali" mentre le seconde (*growth*) vengono prezzate dal mercato sulla base di *assets* "intangibili" di opportunità di crescita e aspettative sugli utili "futuri".

Per indagare il processo di creazione del valore occorre inquadrare concettualmente i fattori che sono alla base della formazione di nuovo valore¹⁰.

Tali fattori sono essenzialmente tre: il tasso di profitto, la sua durata ed il tasso di reinvestimento degli utili.

Il tasso di profitto è la differenza tra il rendimento atteso del capitale proprio (ROE) ed il suo costo (K_e)¹¹, calcolabile anche con riferimento al totale dei capitali investiti (comprendendo cioè anche i debiti), sottraendo dal rendimento degli investimenti (ROI) il costo medio ponderato del capitale (*wacc*).

La durata del tasso di profitto è la condizione necessaria per la creazione di nuovo valore e rappresenta il collegamento vero e proprio tra orientamento strategico dell'impresa e sua gestione operativa, richiamando il concetto di vantaggio competitivo (e la sua sostenibilità nel tempo) quale origine della formazione del profitto.

Il terzo fattore, il tasso di crescita del capitale proprio, rappresenta la percentuale di reinvestimento degli utili non distribuiti per il tasso di rendimento del capitale proprio iniziale.

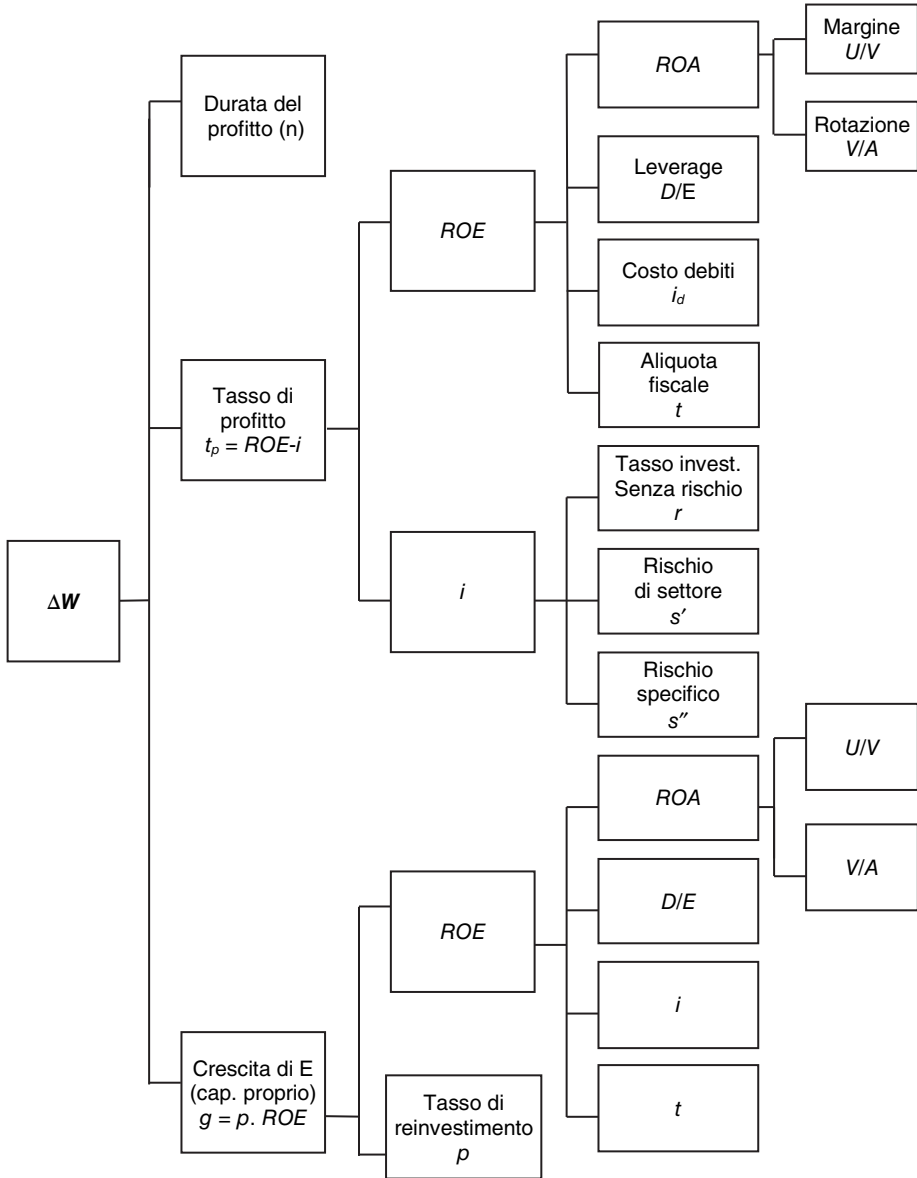
Nella figura è rappresentato uno schema che esprime in sintesi i fattori citati, che vengono esaminati anche sotto il profilo delle rispettive analitiche componenti¹².

¹⁰ La letteratura, in tal senso, ha sviluppato un quadro di riferimento ampiamente condiviso; si veda Guatri L., *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, Milano, 1991, p. 31 ss.

¹¹ Appare chiara la natura "residuale" di tale grandezza che presenta un legame con quelle che saranno inseguite individuate per misurare la creazione di valore.

¹² Un'analisi critica dei fattori determinanti nuovo valore è contenuta in Miglietta A., *La gestione dell'impresa fra competizione e valore*, Giuffrè, Milano, 2001, p. 133 ss.; lo stesso Guatri, illustrando tali fattori, fa riferimento ad opinioni diffuse nella letteratura nord-americana, più che a veri e propri pilastri della teoria. Cfr. Rappaport A., *La strategia del valore*, Franco Angeli, Milano, 1989.

Figura 1.5. – I fattori alla base della formazione di un nuovo valore (del ΔW)



Fonte: Guatri L., *La Teoria di creazione del valore. Una Via Europea*, cit., quadro 1.2, p. 36.