

Lettera

Club The European House-Ambrosetti

La presente Lettera rientra nelle attività del Club The European House-Ambrosetti. Tuttavia i suoi contenuti possono non coincidere con le opinioni di tutti i numerosi membri del Club stesso.

La creazione di valore

IL CONTESTO DI RIFERIMENTO

È dai primi anni '90 che nel mondo si parla di **creazione di valore**. Oggi, a 20 anni di distanza, praticamente non esiste Missione aziendale che non faccia esplicito riferimento all'obiettivo di creazione di valore. Tuttavia, come spesso accade quando una terminologia ha grande diffusione, il suo significato originario si è diluito, riempiendosi di interpretazioni che poco hanno a che fare con le motivazioni puntuali che erano alla base della definizione della prima ora. Insomma, c'è molta confusione e la creazione di valore oggi è banalizzata in uno o più dei seguenti significati:

- un modo più elegante di dire "fare utili" (è sorprendente, ma il concetto di utile o profitto è, per molti, ancora poco accettabile dal punto di vista etico);
- un generico riferimento al valore monetario dell'impresa;
- la ricaduta valoriale (morale) che l'impresa determina presso le varie categorie di portatori di interesse (dipendenti, clienti, fornitori, comunità, ambiente, ecc.);
- la capacità dell'impresa di generare beni intangibili;
- e molte altre fantasiose ipotesi, a seconda della libera interpretazione individuale.

Noi riteniamo che sia necessario fare chiarezza su questo tema perché esso è di importanza fondamentale per ogni Gruppo/Impresa e, più in generale, per tutte le altre organizzazioni con finalità concrete (con le debite personalizzazioni). Infatti, la ragion d'essere, cioè il vero motivo di esistere, di ogni Gruppo/Impresa è proprio "creare valore" cioè assicurare, come meglio descritto in seguito, che ciò che viene prodotto e venduto valga più del costo di *tutte* le risorse che sono state necessarie per produrlo. Si tratta di un aspetto imprescindibile, di base. Differenze ideologiche possono poi eventualmente esserci circa chi e in che misura debba beneficiare del valore creato, ma non sulla fondamentale necessità che, a monte, debba appunto essere creato valore. Questa, al di là di tutto, è anche la prima e più importante responsabilità sociale d'impresa per il suo impatto anche sull'occupazione, sulla salute delle istituzioni e su tutti gli altri aspetti di carattere concreto.

TORNARE AL SIGNIFICATO ORIGINARIO

Il concetto di creazione di valore è molto semplice ma anche molto rigoroso, in quanto fa esplicito riferimento agli aspetti economico-finanziari dell'impresa. Scorrendo dall'alto verso il basso il conto economico, vediamo che dai ricavi vengono dedotti man mano tutti i costi che l'impresa ha contrattualizzato: le materie prime, i servizi, il lavoro dei dipendenti, gli oneri finanziari (derivanti dal capitale preso a prestito da terzi), le imposte. Alla fine, l'utile netto che l'impresa calcola ogni anno

rappresenta la remunerazione a disposizione degli azionisti che possono decidere di reinvestire tutto o parte dell'ammontare per la solidità e lo sviluppo dell'impresa.

Fin qui, tutto bene. Ma che dire della soddisfazione che gli azionisti derivano da quella remunerazione? Il fatto che agli azionisti spetterà "quanto resta" dei ricavi dopo aver dedotto tutti i costi (contrattualizzati) dell'impresa non significa che essi debbano necessariamente accontentarsi, appunto, di "qualunque cosa resti". Infatti, per l'impresa anche gli azionisti rappresentano un costo, ma un costo che - a differenza degli altri visti sin qui - non è contrattualizzato/esplicito. È questo fa sì che venga generalmente dimenticato. Grave omissione, in quanto anche gli azionisti hanno delle aspettative (legittime!) di remunerazione. Infatti, le loro risorse economiche potrebbero essere investite, invece che nell'impresa, in altre attività remunerative (che rappresentano un fondamentale metodo di paragone). In altri termini, come è stato giustamente osservato, un'impresa che non remunera in modo soddisfacente gli azionisti, prima o poi rischia di rimanere senza azionisti.

Insomma, è molto semplice: redigere il bilancio d'esercizio - e quindi calcolare l'utile netto - è un obbligo di legge, ma economicamente non è corretto fermarsi lì. Solo dopo aver dedotto dall'utile netto anche il reddito minimo che l'azionista si attende è possibile capire effettivamente se la gestione dell'impresa, per quell'anno... è in utile economico (diciamo economico per distinguerci dall'aspetto meramente contabile). Solo dopo quell'ultimo costo si può affermare di essere arrivati alla vera, definitiva, *performance* dell'impresa. Ecco allora il significato originario della creazione di valore: se, dopo aver dedotto dall'utile netto contabile dell'impresa anche il reddito minimo soddisfacente per l'azionista, rimane ancora un risultato positivo, è possibile dire che la gestione dell'impresa per quell'anno ha creato valore, ovvero ha prodotto un reddito superiore alle attese di remunerazione di tutti i portatori di interesse, inclusi gli azionisti (unici portatori di interesse che mancavano all'appello, certo non meno importanti degli altri).

La creazione di valore è quindi un **reddito residuale**, misurabile in Euro, che residua appunto dopo aver sottratto il reddito minimo, di soddisfazione, per l'azionista. Se il reddito residuale è positivo, avrò creato valore, se è negativo avrò distrutto valore, nel senso che non avrò coperto tutti i costi economici di cui la gestione d'impresa deve farsi carico.

Il reddito residuale ha, in letteratura e nella prassi aziendale, molti nomi. A noi piace EVA, terminologia generata da Stern Stewart & Co. (*Economic Value Added*, cioè Valore Aggiunto Economico).

ALCUNE DEFINIZIONI CHIAVE E L'IMPIANTO DI MISURAZIONE DELLA CREAZIONE DI VALORE

Fiumi di inchiostro sono stati scritti sull'argomento della misurazione della creazione di valore.

A nostro avviso, è importante mettere a punto un sistema di misura corretto, ma è assolutamente fondamentale ricordare che un sistema di misura semplice e comprensibile è preferibile ad un sistema iper-sofisticato che non vede mai la luce oppure è troppo cervellotico per poter essere digerito dal *management*. Da qui un'altra considerazione chiave: se la creazione di valore resta solo un sistema di misurazione confinato al Vertice aziendale, serve a poco e rischia di diventare (come in molti casi è accaduto) l'ennesimo indicatore finanziario, ad uso e consumo dei "contabili", calcolato solo una volta all'anno e senza alcun impatto concreto sulle decisioni manageriali. Insomma, burocrazia di limitata utilità.

Invece, si può fare meglio. Due sono le considerazioni sulla definizione dell'impianto di calcolo della creazione di valore che devono essere tenute presenti:

1. Innanzitutto, la misura del reddito soddisfacente per l'azionista. Senza entrare in troppi dettagli, è sufficiente qui dire che tale reddito è il prodotto tra i mezzi propri dell'impresa (il patrimonio netto, quindi il capitale messo a disposizione dell'azienda dagli azionisti, facilmente rilevabile dal bilancio d'esercizio) ed un tasso di interesse. Il calcolo di questo tasso è più semplice di quanto si immagini, in quanto utilizza tecniche di finanza che risalgono al 1960. Si tratta di aggiungere al tasso per investimenti pressoché privi di rischio (i Buoni del Tesoro decennali vanno benissimo) un differenziale che rappresenta il maggior rischio di investimento in azioni rispetto ai Buoni del Tesoro, inclusivo della rischiosità specifica dell'attività nella quale l'impresa opera (una delle regole base della finanza è infatti che, di norma, rischi maggiori sono associati a rendimenti maggiori e viceversa). Sono disponibili molteplici raccolte e statistiche di dati che aiutano nella corretta definizione di questi tassi. Per fare un esempio, un'attività la cui rischiosità è in linea con quella del mercato nel suo complesso avrà un tasso di remunerazione minima del capitale degli azionisti pari al 10%, ottenuto come somma tra il rendimento dei Buoni del Tesoro decennali (4%) e il differenziale di rendimento (rischio!) del mercato azionario (6%).

Quali sono qui le notizie importanti? Almeno due:

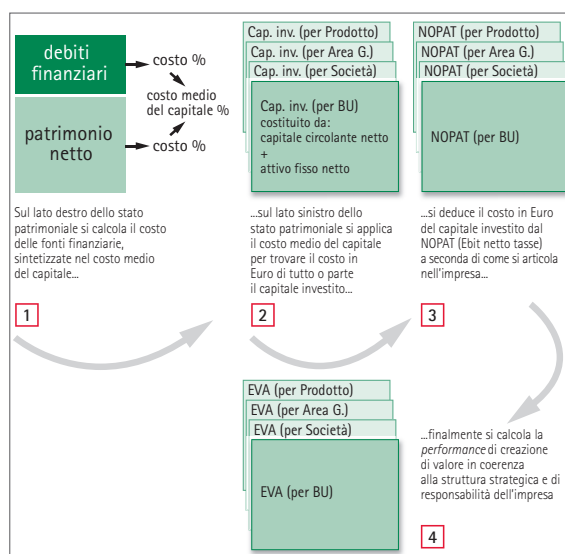
a. il calcolo è relativamente semplice;
b. il calcolo è indipendente dalla volontà individuale dell'azionista; sono infatti dati di mercato, basati su medie statistiche molto ampie, sulle quali il singolo azionista non può (e non deve) avere possibilità di intervento. Ciò, ovviamente, a garanzia della adeguatezza del numero.

2. Quali sono gli accorgimenti che consentono all'impianto di misurazione di essere "declinabile" nell'organizzazione, in modo da garantire l'approccio alla creazione di valore del maggior numero di persone possibile, orientando concretamente i comportamenti verso quell'obiettivo? La sfida in questo caso punta tutto sulla semplificazione, della cui importanza abbiamo già detto ai fini della diffusione del metodo nell'organizzazione. La gran parte dei *manager* non è valutata sull'utile netto, bensì sul reddito operativo (Ebit - *Earnings Before Interests and Taxes*, vale a dire Reddito precedente agli oneri finanziari e alle tasse), che è il reddito generato dalla gestione del *business* al lordo degli interessi e delle imposte. Come è possibile allora riconciliare l'EVA (creazione di valore) con l'Ebit senza perdersi in troppe complessità? Il modello della creazione di valore fornisce una risposta in due tempi:

- innanzitutto va calcolata la media ponderata tra il precitato tasso di rendimento soddisfacente per gli azionisti ed il tasso medio del debito finanziario (al netto dell'impatto fiscale), ottenendo un tasso medio di remunerazione minima di *tutte* le fonti di finanziamento dell'impresa;
- a questo punto, si applica il tasso di cui sopra (*costo medio del capitale*) al capitale investito dell'impresa, derivandone quindi un importo in Euro che rappresenta il reddito minimo, l'asticella che si deve confrontare con il reddito generato, l'Ebit (l'Ebit al netto delle imposte che tecnicamente si definisce NOPAT, cioè *Net Operating Profit After Taxes*, vale a dire Reddito operativo al netto delle imposte). Ecco calcolato EVA, come differenza tra Ebit e reddito minimo.

| | | | |
|--|-----|-----------------------------|------|
| Reddito generato (meno) Reddito minimo = EVA | | | |
| + Ebit | 120 | + Capitale investito | 1000 |
| - Imposte | -40 | * Costo medio del capitale% | 7% |
| NOPAT | 80 | Costo fonti finanziarie | 70 |
| | | | = 10 |

Non deve sfuggire qui un rilevante vantaggio di questo metodo: lo stesso costo medio del capitale può essere applicato a qualsiasi "pezzo" di capitale investito, sia esso l'ammontare dei crediti o il magazzino o gli impianti o un'intera società o una specifica area di *business*. In altre parole, non solo il *manager* potrà continuare a ragionare con il suo abituale Reddito operativo (Ebit), dovendo poi dedurre un unico reddito minimo rappresentativo del costo del capitale che lui stesso utilizza, ma addirittura il metodo consente di articolare il calcolo di EVA secondo la struttura strategica ed organizzativa dell'impresa, associando a ciascuna lettura del Reddito operativo (sia esso quello consolidato, di società, di specifica area di *business*, di prodotto, di area geografica, ecc.) il suo specifico capitale investito e relativo costo.



Così facendo si riesce quindi ad articolare la creazione di valore secondo le stesse logiche del sistema di *reporting* aziendale e, auspicabilmente, in coerenza al sistema di incentivazione del *management*. Proprio quest'ultimo aspetto contiene valenze fortemente innovative, in quanto consente di responsabilizzare il *management* anche sulle poste dello stato patrimoniale. Ad esempio, un incremento del capitale circolante (del magazzino, dei crediti,

FILO LOGICO

È dai primi anni '90 che si parla di **creazione di valore**.
Sebbene la terminologia abbia avuto grandissima diffusione
(al punto da costituire l'elemento centrale della Missione di moltissime aziende),
il vero significato si è perso per strada, sostituito da un generico *slogan*.



Il vero significato

Creare valore significa generare profitti superiori al costo di tutte le fonti di finanziamento dell'impresa, ivi incluse quelle degli azionisti.



L'impianto di misurazione

L'unico costo che "manca" rispetto a quelli già inclusi nella normale contabilità delle imprese è la giusta remunerazione del capitale degli azionisti. Il costo manca in quanto non è contrattualizzato. Tuttavia, anche se non c'è nei bilanci delle imprese, tutti capiscono che tale costo esiste, eccome, e non è una moda passeggera!



Il calcolo del costo non è difficile e si rifà a tecniche finanziarie del 1960. Si tratta di un tasso di interesse che si ottiene come sommatoria tra il tasso pressoché privo di rischio (Buoni del Tesoro decennali) e il differenziale tra rendimento medio del mercato azionario e rendimento medio dei Buoni del Tesoro. Infine, si aggiusta il differenziale per la rischiosità specifica dell'attività nella quale l'impresa opera.



Il passaggio successivo è di rendere l'impianto di calcolo fruibile al *management*. Si procede così: innanzitutto si deve calcolare il costo medio del capitale (media ponderata tra il tasso di interesse sul debito e il tasso di remunerazione per gli azionisti); il costo medio del capitale non è altro che la sintesi del costo percentuale di tutte le fonti di finanziamento dell'impresa. Poi si moltiplica il costo medio del capitale per il capitale investito dell'azienda, ottenendo – di fatto – il reddito minimo che la gestione dovrebbe generare. Infine, si sottrae questo reddito minimo da quello effettivamente generato, rappresentato dall'Ebit al netto delle imposte.



L'impianto di calcolo, se mantenuto semplice e pragmatico, possiede due grandi vantaggi. Il primo, decisivo, è di poter articolare EVA nello stesso modo con il quale normalmente viene articolato l'Ebit (per società, per specifica area di *business*, per linea di prodotto, ecc.) e quindi in modo che sia ben compreso ed accolto dal *management*. Il secondo, innovativo, è di poter rendere il *manager* responsabile anche per le voci dello stato patrimoniale, naturalmente avendo proceduto all'allocazione del capitale investito.



I problemi e le difficoltà

Implementare un sistema di creazione del valore incontra diversi ostacoli:

1. Innanzitutto è un investimento intangibile e come tale più difficile da valutare in termini economici.
2. Si tratta di innovare una parte del Sistema di Governo in modo trasversale, toccando una molteplicità di responsabilità (*Business*, Controllo, Risorse Umane, Sistemi Informativi) quindi è un progetto che difficilmente può nascere e completarsi senza la chiara sponsorizzazione del capo azienda.
3. Introduce un parametro di *performance* più severo, quindi inizialmente difficile da amare...
4. Riguarda un modo nuovo di leggere e interpretare le *performance* aziendali, ambito nel quale molti ritengono di non aver più nulla da imparare.
5. Assegna maggiori responsabilità alle risorse (il capitale investito) quindi le investe di maggiori oneri, anche di comprensione.



Cosa fare/Conclusioni

Creare valore è difficile, non a caso sono poche le imprese che registrano *performance* di EVA positive. Ma non è questo il punto! Non ha importanza che l'EVA della propria azienda, oggi, sia negativo o positivo. L'importante è essere consapevoli del fatto che ciò che conta è la tensione intelligente al suo miglioramento.

Gestire l'azienda secondo il modello della creazione di valore ha vantaggi strepitosi:

1. Significa possedere un sistema decisionale di livello superiore, uno strumento più preciso in un'epoca nella quale i margini si assottigliano e gli investimenti sono più incerti.
2. Significa poter dimostrare ad amministratori, banche ed investitori la padronanza di un linguaggio oggi non comune.
3. Significa dimostrare ai propri dipendenti che si ha davvero a cuore la loro crescita professionale, nell'interesse dell'azienda e di tutti i suoi portatori di interesse.

ecc.) da un trimestre all'altro comporterà un maggior costo di cui farsi carico, originando così azioni manageriali mirate al suo contenimento. Di converso, un progetto di investimento che promette un rendimento superiore al costo medio del capitale creerà sempre valore, pertanto il *management* sarà incoraggiato a proporlo al Vertice aziendale con alte probabilità di approvazione.

PERCHÉ LA CREAZIONE DI VALORE STENTA AD AFFERMARSI

Si è detto cosa si deve intendere per creazione di valore nel suo significato originario, in contrasto al generico *slogan* del quale sono infarciti ormai da anni i messaggi di comunicazione di moltissime imprese. Tuttavia, l'implementazione di un sistema di creazione di valore incontra diversi ostacoli.

In primo luogo, creare valore è difficile. Anche nei periodi più brillanti dell'economia, le imprese che possono vantare un EVA positivo sono circa il 50%, figuriamoci oggi. Un indicatore più severo non piace a nessuno.

In secondo luogo, affinché l'impianto di gestione per la creazione di valore possa dispiegare le sue potenzialità, è necessario che il processo sia accompagnato da un adeguamento dei sistemi di *reporting* e da uno specifico addestramento/formazione del *management*, perché è al *management* che è dedicato l'impianto. Solo a questo punto sarà possibile chiudere il cerchio, ovvero far entrare la creazione di valore nel sistema di incentivazione del *management*. In altre parole, la creazione di valore non è solo un modo di rappresentare le *performance* di impresa in modo più completo, ma ha l'ambizione di essere un sistema di gestione (*reporting*, formazione, incentivi), altrimenti resta una "curiosità" contabile. Nella prassi aziendale, un sistema di gestione orientato alla creazione di valore viene abitualmente definito *Value Based Management*. L'introduzione di ogni sistema di gestione (per analogia, la messa in opera di un nuovo sistema informatico in azienda) comporta investimenti ed impegni. Spesso le organizzazioni scelgono altre priorità.

COSA FARE/CONSIDERAZIONI FINALI

Come si è detto, la maggior parte delle imprese oggi, anche quelle "grandi e famose", sono lontane dall'obiettivo di creazione di valore. Non è solo di questo che si devono preoccupare. Infatti, le cose importanti sono tre:

1. la consapevolezza dell'univocità dell'obiettivo. EVA è un "albero" rigoroso, all'interno del quale ogni indicatore quantitativo trova il suo posto, nulla viene dimenticato. È certamente importante il punto di partenza, cioè avere un EVA positivo, ma è altrettanto importante che ci sia tensione manageriale perché quel numero migliori nel tempo ed in modo sostenibile;
2. la comprensione di quali siano i fattori chiave per la creazione di valore del proprio *business* ed in questo senso grande importanza viene data al capitale investito, dimensione spesso trascurata da parte del *management* non di matrice anglosassone;
3. l'energia con la quale si mettono in campo azioni e decisioni coerenti con la creazione di valore, che significa attivare un vero sistema di gestione veramente efficace.

Molti imprenditori e *manager* preferiscono fermarsi all'utile contabile e non affrontare giudizi più severi. Altri, ritengono che l'importante sia concentrarsi sui ricavi, sui costi e quindi sul Reddito operativo netto (Ebit), il resto verrà da sé. Possiamo quindi fare a meno della creazione di valore? Possiamo trascurare questo aspetto e continuare ad utilizzare gli indicatori di *performance* tradizionali? A questo riguardo ci sono almeno tre considerazioni rilevanti:

- l'ipercompetizione oggi dominante nella maggior parte dei mercati comporta contrazione dei margini e crescente incertezza nella valutazione degli investimenti. Utilizzare il modello della creazione di valore significa avvalersi di una strumentazione più precisa ed adeguata alla complessità delle decisioni di oggi;
- nella competizione per raccogliere le risorse finanziarie necessarie alla crescita dell'impresa, siano esse di provenienza bancaria o da investitori professionali, è il linguaggio della creazione di valore che costituisce il fattore critico di successo, quando non addirittura la condizione di accesso!;
- se è vero (e non l'ennesimo *slogan*) che le risorse umane dell'impresa sono il vero fattore critico di successo sostenibile, non ci sono motivi validi per privare le proprie risorse manageriali delle competenze e delle abilità che possono derivare dall'impiego di un sistema di gestione più avanzato, nell'interesse dell'impresa.

La prossima Lettera tratterà il tema "Cina".

La Lettera Club The European House-Ambrosetti si avvale di diagnosi, di ipotesi e di terapie che si originano nell'ambito delle attività del Club e, più in generale, nelle attività professionali del Gruppo The European House-Ambrosetti. Siamo consapevoli di disporre di un osservatorio di informazioni e di una rete di relazioni, anche internazionali, particolarmente privilegiati ma allo stesso tempo sappiamo di non essere "depositari del verbo". Al fine di essere utili al nostro Paese e all'Europa, obiettivo verso il quale ci sentiamo molto impegnati, auspichiamo vivamente che ai contenuti di ogni Lettera faccia seguito una grande quantità di suggerimenti critici, sia sostanziali che formali, da parte dei destinatari. Si prega di indirizzare i suggerimenti a letteraclub@ambrosetti.eu. Ringraziamo in anticipo per la preziosissima collaborazione.

Chiunque fosse interessato alle attività del Club The European House-Ambrosetti è pregato di contattare Silvia Lovati all'indirizzo e-mail club@ambrosetti.eu o al seguente numero di telefono +39 02 46753 1.

ANNO V
NUMERO 34
Lettera Club
The European House
Ambrosetti, 2010
Tutti i diritti
sono riservati.
DIRETTORE
RESPONSABILE:
Nino Ciravegna
Stampa: TFM - Via
San Pio da Pietralcina,
15/17 - 20010
Pogliano Milanese

REDAZIONE:
The European House
Ambrosetti S.p.A.
Via F. Albani, 21
20149 Milano
Tel. +39 02 46753 1
Fax +39 02 46753 333
Per informazioni:
letteraclub@ambrosetti.eu
Registrazione presso
il Tribunale di Milano
N° 493 del 20.07.06

 The European House
Ambrosetti