

la **Valutazione** delle **Aziende**

LUGLIO
2021

VOLUME
4

2

▶ LA VALUTAZIONE
D'AZIENDA VERSO
UNA NUOVA DIREZIONE
DOPO ANNI DI
"ALLINEAMENTO
GENERALIZZATO".
IL CONTRIBUTO
DELL'ESG SCORE

FRANCESCO PAOLONE
MATTEO POZZOLI

10

▶ L'ANALISI FONDAMENTALE
NEL CONTESTO POST COVID

MAURO BINI

Direttore Onorario:

Luigi Guatri

Direttore Responsabile:

Mauro Bini (*Università Bocconi*)

Comitato Editoriale:

Gualtiero Brugger (*Università Bocconi*)

Fabio Buttignon (*Università di Padova*)

Mario Cattaneo (*Università Cattolica*)

Enrico Laghi (*Università La Sapienza*)

Raffaele Marcello (*CNDCEC*)

Piergaetano Marchetti (*Università Bocconi*)

Mario Massari (*Università Bocconi*)

Giovanni Petrella (*Università Cattolica*)

Editing and publishing a cura di



LA VALUTAZIONE D'AZIENDA VERSO UNA NUOVA DIREZIONE DOPO ANNI DI "ALLINEAMENTO GENERALIZZATO". IL CONTRIBUTO DELL'ESG SCORE

DI FRANCESCO PAOLONE, MATTEO POZZOLI

1. Introduzione

L'attenzione verso le tematiche ESG è in costante crescita, testimoniata dall'aumento della *disclosure* strutturata secondo criteri orientati all'attenzione verso la sostenibilità sociale e ambientale e verso la *fair governance*. Studi recenti dimostrano che le strategie che integrano modelli tradizionali di analisi *value based* e criteri ESG consentono migliori *performance* (Chevrollier et al., 2019; IVSC, 2021; Signori et al, 2021; Yoon et al., 2018).

Sebbene gli studi di *accounting* e di valutazione d'azienda pongano al centro del dibattito dottrinale e professionale i criteri utilizzati per la valorizzazione degli elementi reddituali, patrimoniali e finanziari, il mondo degli investitori sta osservando con estremo interesse ai temi non finanziari, anche alla luce dei benefici (anche in termini economici) che un comportamento "sostenibile" può avere nel medio-lungo termine (Deloitte, 2021). I recenti anni hanno mostrato un numero sempre maggiore di operatori economici che sviluppano prodotti e servizi integrando aspetti sociali, ambientali e di governance tra i sistemi adottati nella valutazione delle imprese, alimentando il settore della cosiddetta "finanza etica" o "finanza responsabile". Non è un caso che la recente normativa in materia di Non Financial Reporting (Direttiva 95/2014, recepita dall'ordinamento italiano con la Legge 254/2016) e soggetta a un processo di revisione enfatizzi la rilevanza dell'impatto di variabili di natura qualitativa sul valore economico dell'impresa. Tali variabili sono contenute in un unico indicatore ormai attuale e consolidato, l'*Environmental Social Governance* (ESG) *score*. La richiamata misura può rappresentare una variabile rilevante nel processo di determinazione del costo del capitale e del rischio generale cui l'azienda oggetto

di analisi è esposta. Come, peraltro, sottolineato da un recente e considerevole contributo di Bellavite Pellegrini, Dallochio e Parazzini (2020), la valutazione d'azienda si sta muovendo verso una nuova direzione dopo anni di allineamento generalizzato¹, una direzione che mira a soddisfare le esigenze di tutti gli attori direttamente ed indirettamente coinvolti (*stakeholders*).

Lo spostamento verso lo *stakeholder approach* rappresenta una fase di svolta rispetto al passato nella misura in cui decreta il superamento della tradizionale visione di tipo "imprenditoriale" orientata al profitto, ai flussi di cassa e ai dividendi, che trascurava le tematiche di responsabilità sociale rispetto alla massimizzazione del profitto, enfatizzato negli anni 60 da Friedman.

Secondo Friedman (1962)², infatti, l'unica responsabilità dell'impresa è quella di generare profitto per i suoi azionisti e per l'impresa stessa, nel rispetto delle norme vigenti, in modo onesto e legale.

Nei decenni successivi, si è sviluppata velocemente la necessità di dotarsi di attività e funzioni di matrice etico-culturale che indirizzavano le risorse verso tematiche di responsabilità sociale ed ambientale e non si limitavano ai tradizionali interessi economici.

Il dibattito sulla responsabilità sociale ha prodotto una ridefinizione degli obiettivi d'impresa spostando il concetto di valore di impresa dalla concezione di *Shareholder Value Approach* a quella dello *Stakeholder Approach*. Secondo quest'ultima, gli stakeholder vengono definiti come qualsiasi gruppo o individuo che è cruciale per la sopravvivenza di un'organizzazione e può influenzare o essere influenzato dal raggiungimento degli obiettivi dell'azienda (Freeman, 1984)³. Secondo Gibson (2000), gli *stakeholder* rappresentano gruppi o individui con un interesse acquisito nel successo di un progetto o ambiente,

1 Bellavite Pellegrini C., Dallochio M., Parazzini E. (2020). Valutazione d'azienda nel mondo ESG. Egea, Milano.

2 Friedman M. (1962). *Capitalism and freedom*, Chicago University Press.

3 Freeman, R.E. (1984). *Strategic Management: a Stakeholder Approach*, Pitman Publishing, Boston, MA.

con cui l'organizzazione interagisce o ha interdipendenze. Essi vengono ulteriormente definiti come individui che in virtù della loro interazione con un'organizzazione possono avviare o innescare un progetto se percepito come essere benefico o antagonista, interrompere e fermare un progetto in corso se non è percepito come tale (Newcombe, 2003).

Gli elementi determinanti per lo sviluppo della responsabilità sociale sono associati a:

- trasformazioni nei sistemi economici;
- influenza dei criteri sociale e ambientali sulle scelte dei consumatori;
- maggiori informazioni obbligatorie rese pubbliche dalle aziende in relazione alle performance finanziarie e non (a seguito della Direttiva 95/2014);
- interesse crescente nella qualità della vita, della sicurezza e della salute degli stakeholders; e focus sulla tutela del patrimonio ambientale. Il presente articolo si pone l'obiettivo di approfondire il crescente coinvolgimento rivolto alla *Sustainability*, misurata attraverso l'indicatore ESG (*Environmental, Score, Governance*), inteso quale variabile di sviluppo dell'impresa e, di conseguenza, come parametro da considerare per la determinazione del valore intrinseco dell'impresa.

Per supportare empiricamente l'importanza dell'ESG ai fini valutativi, si propone uno studio sul mercato italiano, in particolare sulle società italiane quotate in borsa; relativamente all'esercizio 2020, lo studio dimostra che le imprese caratterizzate da rating ESG più elevati ottengono quotazioni superiori dal momento che il mercato sembra premiare in particolare le imprese che perseguono buone pratiche complessivamente nei tre elementi *environment, social e governance*.

2. Sustainability e valutazione d'azienda

Nella definizione del concetto di Corporate Social Responsibility (CSR) e di Sustainability, è essenziale utilizzare informazioni standardizzate e uniformemente comparabili tra le diverse aziende. Tuttavia, è difficile definire chiaramente il costrutto specifico di tali concetti, con il rischio di comportare una mancanza di consenso negli stakeholder (Malik, 2015).

Anche con dati quantificati, la creazione del valore attribuibile alle attività di ESG è difficile da determinare e/o da confrontare tra diverse aziende in diversi periodi. Il concetto di ESG è stato proposto per la prima volta nel rapporto dei Principi di Investimento Responsabile delle Nazioni Unite, che raccomanda agli investitori di considerare i cd. score di ESG come un fattore chiave

nelle loro decisioni di investimento.

Una tappa importante è stata la pubblicazione nel 2015 dei *Sustainable Development Goals* (SDGs) da parte dell'ONU, una lista di 17 obiettivi e 169 target specifici da raggiungere entro il 2030 sulle priorità ambientali, sociali ed economiche nell'agenda mondiale che possono rappresentare un punto di riferimento non solo per i policymaker ma anche per manager e investitori nelle loro decisioni.

Introdurre nel management aziendale progetti con un impatto positivo sull'ambiente o sui rapporti sociali ma fini a sé stessi non può essere considerato il traguardo (e anzi molto spesso porterebbe ad una redditività più bassa), quanto invece lo strumento strategico per identificare la relazione fra profittabilità e pratiche ESG e ottimizzare il modello di business (Eccles e Serafeim, 2013). Amel-Zadeh e Serafeim (2018) dimostrano che i parametri ESG vengono utilizzati per considerare la rischiosità dei diversi titoli, in funzione di eventuali comportamenti 'negativi' che potrebbero generare delle passività inattese. In pratica, gli investitori utilizzano gli score di ESG come una misura principale per apprezzare la performance globale di *Sustainability* di un'azienda, dal momento che contiene le pratiche ambientali, sociali e di corporate governance combina le performance di tali pratiche. La performance ambientale di un'azienda indica lo sforzo dell'azienda per ridurre il consumo di risorse e le emissioni. La *performance* sociale di un'azienda indica il rispetto dei diritti umani, la qualità dell'occupazione, la responsabilità del prodotto e le relazioni con la comunità. Infine, la *performance* di corporate governance di un'azienda indica i diritti e le responsabilità della gestione di un'azienda (struttura di governance). Nonostante la comparsa relativamente recente del concetto di ESG, sono attualmente numerosi gli studi delle relazioni tra ESG e valore aziendale (Aureli et al., 2020; Mervelskemper and Streit, 2017).

Nella selezione dei principali *drivers* del valore d'azienda, occorre utilizzare alcuni strumenti ben noti alla dottrina nonché alla prassi professionale. Fra i metodi patrimoniali, finanziari, reddituali, misti ecc., la prassi maggioritaria favorisce il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF) basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici, e ai multipli, calcolati come rapporto tra valori di mercato e valori contabili.

Il DCF impone al valutatore l'utilizzo di informazioni interne elaborate dall'alta direzione contenute prevalentemente nei piani previsionali dell'azienda, nei prodotti, nelle tecnologie, ecc. L'utilizzo di dati storici e previsionali consentono di giungere ad un quadro adeguato e sufficientemente dinamico dell'impresa. In

aggiunta, occorre però anche determinare il costo del capitale che misura il concetto di rischio e che deve essere utilizzato come parametro di attualizzazione per scontare alla data di riferimento i flussi monetari prospettici. Sebbene, quindi, il DCF presenti un notevole sacrificio nella misura in cui occorre dotarsi di numerose informazioni interne ed esterne, è sicuramente uno dei metodi più affidabili, o comunque meno approssimativi.

L'utilizzo dei multipli, al contrario, pone al centro della determinazione del valore economico del capitale il confronto con altre imprese comparabili. La selezione del gruppo di imprese comparabili costituisce il processo più delicato dal momento che può non essere sufficiente l'appartenenza ad uno stesso settore; infatti, vanno tenuti in considerazione altri fattori di "comparabilità" tra cui, le dimensioni, i prodotti, l'internazionalità, la collocazione geografica in paesi simili, il management, la governance, ecc. La semplicità nell'utilizzo dei metodi rappresenta un punto di forza (facilità di utilizzo) ma anche un punto di debolezza (staticità).

Nel sottolineare che il metodo DCF appare, in termini astratti e ricorrendone le condizioni per l'applicabilità, il più adeguato, tale convinzione deve contemplare anche ulteriori elementi che impattano sul costo del capitale, ossia quelle variabili non finanziarie di tipo ambientale, sociale e di governance (ESG). Questo perché il ruolo dell'impresa consiste non più nella semplice allocazione del capitale, nell'impiego dei fattori produttivi e nella conseguente remunerazione del capitale economico investito, ma deve contemplare anche il soddisfacimento degli interessi di tutti gli stakeholder, anche coloro i quali non sono interessati esclusivamente alle performance economico-finanziarie.

Il soddisfacimento di tali categorie di stakeholder riguarda principalmente una remunerazione intangibile, reputazionale e di credibilità nello svolgimento dell'attività aziendale secondo una prospettiva di sostenibilità ambientale, sociale e di governance.

L'azienda, quindi, non sembra più essere un istituto estraneo alla società civile ma un soggetto che ne fa parte a pieno diritto (Bellavite Pellegrini, Dalocchio, Parazzini, 2020) e che assume un'ampia rilevanza nel dibattito relativo alla *Corporate Social Responsibility* (Cho et al., 2013; Matten e Moon, 2004; Mayer, 2018; Moser e Martin, 2012) e alle performance ESG (Brooks e Oikonomou, 2018; Eliwa et al., 2019).

Appare evidente, pertanto, che i metodi di valuta-

zione sopra menzionati debbano essere considerati alla luce di tali mutamenti socio-culturali; assumendo tale prospettiva, in via del tutto teorica, è possibile affermare che la valutazione del capitale economico di un'azienda non può solamente riflettere le grandezze di mercato (multipli) e/o i valori contenuti da piani previsionali attualizzati al costo del capitale (DCF), ma anche le performance ESG, che possono essere considerate come un *premium* da aggiungere ai tradizionali parametri valutativi.

3. Metodologia e risultati

3.1. Modello utilizzato

Al fine di supportare empiricamente l'importanza delle performance di ESG, si propone un modello di determinazione della *value relevance* tra i più frequenti e accreditati, ossia il modello di Ohlson (1995), oggetto di numerose rivisitazioni che giustificano il grande interesse attorno ad esso.

Secondo il modello di Ohlson il valore di mercato delle aziende è funzione di una combinazione lineare del valore contabile del patrimonio netto (*book value*) e dell'utile netto (*net income* o *earnings*). L'utilizzo di tale modello è largamente condiviso, sia all'interno della letteratura internazionale (Barth et al., 2008; Barth and Clinch, 2009), sia all'interno di quella nazionale (Fornaciari, 2013; Mechelli, 2013; Pavan e Paglietti, 2011; Veltri e Silvestri, 2011).

$$MV_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 BV_{i,t} + \beta_2 NI_{i,t} + \beta_3 Size + \varepsilon_{i,t}$$

$MV_{i,t+1}$ = il valore di mercato dell'azienda i al tempo $t+1$, corrispondente alla data di approvazione del bilancio.

α = la costante (intercetta), cioè la componente di mercato che prescinde dai regressori.

$BV_{i,t}$ = il valore contabile del patrimonio netto (*book value*) dell'azienda i al tempo t , corrispondente alla data di chiusura del bilancio.

$NI_{i,t}$ = il valore contabile del reddito netto (*net income*) dell'azienda i al tempo t , corrispondente alla data di chiusura del bilancio.

$Size$ = variabile di controllo di tipo dimensionale (*size*) relativa al valore del totale attivo patrimoniale trasformata in base logaritmica.

β_1 , β_2 e β_3 = i coefficienti angolari rispettivamente del valore del patrimonio netto, del reddito netto e delle variabili di controllo

$\varepsilon_{i,t}$ = il termine di errore, o residuo.

Generalmente, per ridurre l'effetto scala dovuto alle diverse dimensioni delle società analizzate, si provvede alla standardizzazione di ogni variabile inclusa nel modello, dividendola per il numero di azioni in circolazione (giungendo così a valori unitari per share onde evitare correlazioni spurie).

In questo caso, si avrà un modello sotto riportato:

$$Price_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 BVPS_{i,t} + \beta_2 EPS_{i,t} + \beta_3 Size + \epsilon_{i,t}$$

$Price_{i,t+1}$ = il prezzo dell'azione dell'azienda i al tempo t+1, corrispondente alla data di approvazione del bilancio.

$BVPS_{i,t}$ = il valore contabile del patrimonio netto per azione (*book value per share*) dell'azienda i al tempo t, corrispondente alla data di chiusura del bilancio.

$EPS_{i,t}$ = il valore contabile del reddito netto per azione (*earnings per share*) dell'azienda i al tempo t, corrispondente alla data di chiusura del bilancio.

Nel presente articolo, per valutare la rilevanza dell'ESG score nella valutazione d'azienda, è stato utilizzato il modello di Ohlson, esteso con l'aggiunta di una terza variabile (ESG score) per testare la *value relevance* delle performance ambientali, sociali e di governance.

$$Price_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 BVPS_{i,t} + \beta_2 EPS_{i,t} + \beta_3 ESG_{i,t} + \beta_4 Size + \epsilon_{i,t}$$

In tal caso, non occorre dividere lo *score* di ESG per il numero di azioni non essendo il primo una variabile contabile.

3.2. Campionamento e analisi di regressione

Ai fini di questo lavoro è stato necessario costituire un campione statistico di imprese di riferimento. In primo luogo, è necessario ricordare il fine dello studio che ha determinato la strategia di ricerca del campione statistico: individuare se ed in che misura, esiste una relazione statisticamente significativa tra le performance ESG e la *value relevance*, ossia il valore di mercato delle corrispondenti imprese comprese in un campione appositamente selezionato.

In questo modo, si cercherà di dimostrare che i valori ESG sono "*value relevant*" per gli operatori di mercato nel loro processo decisionale.

Si è scelto un campione rappresentativo di tutte le società quotate in borsa italiana nell'ultimo periodo disponibile (bilanci chiusi al 31 dicembre 2020) i cui dati sono stati estratti dal database *Refinitiv* di Thomson Reuters. A tale numero sono state eliminate

le società che non avevano dati disponibili relativamente all'ESG score, giungendo ad un valore finale di 101.

È stato poi applicato il modello esteso di Ohlson, sotto riportato:

$$Price_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 BVPS_{i,t} + \beta_2 EPS_{i,t} + \beta_3 ESG_{i,t} + \beta_4 Size + \epsilon_{i,t}$$

Di seguito si riportano le statistiche descritte e la tabella di correlazione.

L'analisi descrittiva delle variabili permette di comprenderne le caratteristiche e attributi principali, offrendo un supporto fondamentale per l'interpretazione delle relazioni risultanti attraverso l'utilizzo delle regressioni statistiche. All'interno del campione utilizzato in questo studio, il valore medio del livello dei prezzi di mercato è pari a 16,11 euro per azione evidenziando un valore massimo di 171 euro. In media, i valori del patrimonio netto e utile netto per azione sono pari rispettivamente a 7,11 e 0,68. Per quanto concerne, invece, la variabile di ESG *score*, si registra un valore medio pari a 57,11.

TABELLA 1 STATISTICHE DESCRITTIVE

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Price	100	16,11	27,31	0	171
BVPS	100	7,11	8,13	0	49
EPS	100	0,68	0,89	-1	4
ESGscore	100	57,11	19,15	6	92
Size	100	22,28	1,98	17	27

La tabella 2 mostra il livello di correlazione delle variabili utilizzate nell'analisi econometrica. In generale, non si segnalano livelli di correlazione che potrebbero alterare la validità dei risultati. Per scongiurare la possibilità che due o più variabili indipendenti siano correlate fra loro (multicollinearità), è stato effettuato anche un test VIF (Tabella 3)

Avendo presentato tutte le variabili un valore da VIF test < 10 è possibile affermare che non esistono problemi di multicollinearità statistica.

TABELLA 2 TABELLA DI CORRELAZIONE

	Price	BVPS	EPS	ESGscore	Size
Price	1,000				
BVPS	0,227	1,000			
EPS	0,711	0,448	1,000		
ESGscore	-0,038	0,103	-0,090	1,000	0
Size	-0,172	0,182	-0,035	170,547	1,000

TABELLA 3 TEST DI MULTICOLLINEARITÀ

Variable	VI	1/VIF
Size	1.4 7	0,682
ESGscore	1.4 4	0,694
BVPS	1.3 2	0,758
EPS	1.2 9	0,778
Media VIF	1.3 8	

Di seguito, vengono descritti i risultati dell'analisi empirica sulla rilevanza dell'ESG score nel valore di mercato delle aziende del campione. La tabella 4 riporta i risultati dell'analisi di regressione in modo da apprezzare il segno e l'intensità di ogni variabile rispetto al prezzo di mercato.

TABELLA 4 RISULTATI REGRESSIONE OLS

Number of obs	100						
F(4,95)	28,94						
Prob > F	0,0000						
R-squared	0,5492						
Adj R-squared	0,5302						
Root MSE	18,717						
	Price	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[5% Conf.]	Interval
BVPS		-0,302	0,266	-1,14	0,259	-0,830	0,226
EPS		23,344	2,407	9,70	0,000***	18,565	28,122
ESGscore		0,225	0,118	1,91	0,059*	-0,009	0,460
Size		-2,979	1,150	-2,59	0,011**	-5,262	-0,696
_cons		55,883	22,713	2,46	0,016	10,792	100,975

***Sig. all'1%; ** Sig. al 5%; * Sig. al 10%

Come emerge dalla tabella dei risultati, il valore contabile del patrimonio netto per azione (BVPS) non risulta essere significativa; al contrario, il valore dell'utile netto per azione (EPS) risulta essere altamente significativo e positivamente correlato al prezzo di mercato, essendo il coefficiente pari a 23,34. In merito alla variabile principale oggetto di analisi ("ESG score"), si registra una significatività del 10% (P-Value = 0,059) e positivamente associato al prezzo di mercato.

Si deduce, pertanto, che, dall'analisi effettuata, è stata verificata una relazione positiva tra le performance ESG e il valore economico aziendale che supporta empiricamente l'importanza delle performance ambientali, sociali e di governance.

Infine, la variabile di controllo dimensionale ("Size") misurata attraverso il logaritmo naturale dell'attivo patrimoniale presenta un coefficiente significativo (P-Value = 0,011) pertanto è necessaria per armonizzare statisticamente l'elevata variabilità dell'osservazioni campionarie.

4. Conclusioni

L'integrazione di buone pratiche ambientali, sociali e di governance (Environmental Social & Governance, ESG) rappresenta ormai una priorità nell'agenda di imprenditori, investitori, ma anche valutatori. Se fino a poco tempo fa l'attenzione verso le tematiche ESG si traduceva nel favorire pratiche manageriali orientate non solo alla creazione di profitto, ma anche all'attenzione verso l'ambiente, l'eco-efficienza, la sicurezza e il welfare dei lavoratori, la trasparenza, l'eticità e in generale l'impatto dell'azienda su tutti i suoi stakeholders, oggi il paradigma ESG

rappresenta a tutti gli effetti una bussola in grado di discriminare la sostenibilità di lungo termine, e quindi il valore intrinseco di un'azienda oggetto di valutazione. L'interesse per tutto ciò che è attinente le informazioni non finanziarie dimostra che tali informazioni di carattere non quantitativo sintetizzabili negli indici ESG possono essere tradotti in un punteggio più elevato per il valore intrinseco dell'azienda. La recente normativa in tema di Non Financial Reporting (Direttiva 95/2014, recepita dall'ordinamento

italiano con la Legge 254/2016) sottolinea l'importanza delle variabili di natura non-finanziaria sul valore economico dell'impresa. Tale normativa, peraltro oggetto di recente proposta di revisione, coinvolgerà più imprese in futuro e, con tutta probabilità, la sua applicazione anche a livello volontario crescerà nel corso del tempo.

La ormai nota misura ESG score può, pertanto, rappresentare una variabile rilevante nel processo di determinazione del profilo di rischio/rendimento cui la società

oggetto di analisi è esposta.

Nell'attuale contesto italiano, tale rilevanza è stata supportata effettuando un'analisi sulle società italiane quotate in borsa nell'esercizio 2020; è stato dimostrato che le imprese caratterizzate da performance di ESG più elevate mostrano rendimenti azionari superiori perché i potenziali investitori premiano le buone pratiche di environment, social e governance.

Il valore intrinseco di un'azienda non può più prescindere da elevati o scarsi punteggi relativi all'ESG e quindi dalle pratiche poste in essere relative ai singoli indicatori o pillars. Il punteggio complessivo, quindi, deve essere articolato in tre punteggi settoriali per quanto riguarda i tre macro-settori, a loro volta articolati in ulteriori sotto-settori o elementi. Nell'appendice si riportano i principali elementi da considerare nell'ottica di valutazione d'azienda.

Pertanto, le imprese attente alle performance ESG sono quelle che gestiscono le proprie risorse rispettando criteri di sostenibilità ambientale non senza investire in innovazione per crescere, credono nella responsabilità sociale d'impresa non senza attrarre e coltivare talenti, cercano strategie nuove per ridurre i rischi del business non senza aprire un canale di comunicazione con tutti gli stakeholders. Di conseguenza, il valutatore deve esserne consapevole nel momento in cui è chiamato a valutarne l'intero potenziale. In questo contesto, quindi, la valutazione d'azienda è chiamata ad affrontare nuove sfide, per via del progressivo interesse verso i comportamenti aziendali di *Sustainability* che hanno diffuso la consapevolezza di utilizzare un approccio di natura fondamentale, che coniughi parametri di natura finanziaria e non finanziaria. È il momento di predisporre un approccio olistico alla valutazione d'impresa, che consenta di catturare le fonti di vantaggio competitivo e la dinamica nel tempo, dal momento che non esiste più un unico *driver* principale cui agganciare l'analisi fondamentale, ma *driver* differenti associati ad uno specifico business model e alla sua evoluzione nel tempo.

A fini della valutazione, pertanto, è possibile ritenere che la valutazione di una società caratterizzata da elevati punteggi di ESG possa includere nel suo modello di stima un premio da aggiungere al risultato che scaturisce dall'applicazione di un tradizionale modello di valutazione. La corretta e puntuale comunicazione di informazioni non finanziarie, quali le performance ESG, è di fondamentale importanza per fornire al mercato degli investitori e del credito un quadro più completo dell'azienda, in una logica win-win, e per valorizzare le capacità intrinseche dell'azienda stessa.

Le finalità di stima del valore economico aziendale hanno una notevole rilevanza rispetto al tema oggetto di analisi.

Sarebbe interessante analizzare le performance ESG in una prospettiva di maggiorazione (qualora tali performance fossero elevate) o di decremento (qualora fossero ridotte) del valore intrinseco del capitale. Nell'ipotesi, quindi, che il valore intrinseco dall'applicazione di un modello di valutazione giunga ad un risultato finale tale risultato può essere rettificato in aumento o in diminuzione sulla base degli elementi che definiscono le performance ESG dell'entità analizzata.

Per concludere, la valutazione d'azienda sta attraversando una fase di transizione in cui gli elementi ambientali, sociali e di governance assumono pari importanza rispetto agli elementi di bilancio. Appare evidente, pertanto, la necessità di determinare *best practice* che consentano di garantire valutazioni di elevata qualità e di tracciare la giusta direzione per il futuro prossimo della valutazione d'azienda.

Bibliografia

Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87-103.

Aureli, S., Gigli, S., Medei, R., & Supino, E. (2020). The value relevance of environmental, social, and governance disclosure: Evidence from Dow Jones Sustainability World Index listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(1), 43-52.

Barth, M. E., Hodder, L. D., & Stubben, S. R. (2008). Fair value accounting for liabilities and own credit risk. *The accounting review*, 83(3), 629-664.

Barth, M. E., & Clinch, G. (2009). Scale effects in capital markets-based accounting research. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(3-4), 253-288.

Bellavite Pellegrini C., Dallochio M., Parazzini E. (2020). Valutazione d'azienda nel mondo ESG. Egea, Milano.

Brooks, C., & Oikonomou, I. (2018). The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance. *The British Accounting Review*, 50(1), 1-15.

Chevrollier, N., Zhang, J., van Leeuwen, T. and Nijhof, A. (2019), "The predictive value of strategic orientation for ESG performance over time", *Corporate Governance*, Vol. 20 No. 1, pp. 123-142.

Cho, S. Y., Lee, C., & Pfeiffer Jr, R. J. (2013). Corporate social responsibility performance and information asymmetry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1), 71-83.

Deloitte (2021). How CFOs can manage sustainability risks and find long-term value.

Eccles, R.G. & G. Serafeim, 2013, "The Performance frontier: Innovating for a sustainable strategy", *Harvard Business Review*, May, pp. 1-10.

Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2019). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 102097.

Fornaciari, L. (2013). La value relevance per l'utilità dei financial reporting. G Giappichelli Editore.

Friedman M. (1962). *Capitalism and freedom*, Chicago University Press.

Freeman, R.E. (1984). *Strategic Management: a Stakeholder Approach*, Pitman Publishing, Boston, MA.

Gibson, K (2000). The moral basis of stakeholder theory. *Journal of Business Ethics*, 26(3).

IVSC (2021). *Perspectives Paper: ESG and Business Valuation*.

Matten, D., & Moon, J. (2004). Corporate social responsibility. *Journal of business Ethics*, 54(4), 323-337.

Mayer, C. (2018). *Prosperity, Better Business Makes the Greater Good*", Oxford University Press, Oxford.

Malik, M. Value-enhancing capabilities of CSR: A brief review of contemporary literature. *Journal of Business Ethics* 2015, 127, 419-438.

Mechelli, A. (2013). *La Value Relevance del bilancio di esercizio: Modelli, metodologie di ricerca ed evidenze empiriche (Vol. 15)*. G Giappichelli Editore.

Mervelskemper, L., & Streit, D. (2017). Enhancing market valuation of ESG performance: Is integrated reporting keeping its promise?. *Business Strategy and the Environment*, 26(4), 536-549.

Moser, D. V., & Martin, P. R. (2012). A broader perspective on corporate social responsibility research in accounting. *The accounting review*, 87(3), 797-806.

Newcombe, R (2003). From client to project stakeholders: A stakeholder mapping approach. *Construction Management and Economics*, 21(8) 841-848.

Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary accounting research*, 11(2), 661-687.

Pavan, A., & Paglietti, P. (2011). La Value Relevance dell'informativa di bilancio: dai principi contabili italiani agli standard contabili internazionali. *Rivista Italiana di Ragioneria ed Economia Aziendale*.

Signori, S., San-Jose, L., Retolaza, J. L., & Rusconi, G. (2021). Stakeholder Value Creation: Comparing ESG and Value Added in European Companies. *Sustainability*, 13(3), 1392.

Silvestri, A., & Veltri, S. (2012). A test of the Ohlson model on the Italian stock exchange. *Accounting & Taxation*, 4(1), 83.

Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R. (2018). Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea. *Sustainability*, 10(10), 3635.

Appendice – Selezione degli elementi ESG utili per la valutazione d'azienda

AMBIENTALE (E)

- Biodiversità/utilizzo del suolo
- Emissioni di carbonio
- Rischi del cambiamento climatico
- Uso dell'energia
- Approvvigionamento di materie prime
- Rischi normativi/legali
- Gestione della catena di approvvigionamento
- Rifiuti e riciclaggio
- Gestione delle acque
- Eventi metereologici

SOCIALE (S)

- Relazioni con la comunità
- Affari controversi
- Relazioni con i clienti/prodotto

Questioni relative alla diversità
Relazioni con i dipendenti
Salute e sicurezza
Gestione del capitale umano
Diritti umani
Responsabile marketing e ricerca e sviluppo
Relazioni sindacali

GOVERNANCE (G)

Responsabilità

Misure anti-acquisizione
Struttura e dimensioni
Corruzione
Dualità CEO
Sistemi di retribuzione dei dirigenti
Struttura proprietaria
Diritti degli azionisti
Trasparenza
Procedure di voto

L'ANALISI FONDAMENTALE NEL CONTESTO POST-COVID

DI MAURO BINI

1. Introduzione

L'analisi macro-economica distingue le crisi in due principali tipologie in relazione alle conseguenze più probabili: crisi da offerta e crisi da domanda. Normalmente le crisi da domanda si caratterizzano per effetti più duraturi, mentre le crisi da offerta per un più rapido riassorbimento, stimolato anche da interventi pubblici di sostegno e di rilancio. Tuttavia l'intensità (particolarmente grave) e la dimensione (globale) della crisi possono generare effetti di lungo periodo anche nel caso delle crisi da offerta.

La crisi indotta dalla pandemia da Covid-19 è una crisi da offerta, ma l'intensità e la dimensione globale non lasciano dubbi sul fatto che sia destinata a manifestare effetti oltre il breve termine essendo destinata ad incidere sugli stili di vita, sulle modalità di lavoro, sui bisogni dei consumatori, sulle relazioni fra imprese, sulle localizzazioni delle produzioni, ecc. A solo titolo di esempio, già in questi primi mesi di ripresa post Covid si stanno sperimentando in molti settori gravi problemi di approvvigionamento e di gestione della *supply chain*, con conseguenze importanti sul consumatore finale. Ed ancora in molti settori lo spostamento della domanda dei consumatori da *off-line* ad *on-line* sembra essersi radicata e mostra una forte resistenza al ritorno al passato.

Gli effetti di lungo termine delle crisi incidono significativamente sul valore delle imprese, in quanto ne condizionano il valore terminale.

Come è noto la stima del valore terminale costituisce l'elemento critico dei criteri di valutazione fondati sui risultati attesi. La corretta stima del valore terminale presuppone infatti un'adeguata analisi fondamentale in grado di identificare i risultati proiettabili in perpetuo, tenuto conto: (i) del *track record* di risultati del passato; (ii) del confronto con i *peers* e (iii) delle attese di consenso in merito all'evoluzione futura della domanda, dell'offerta, dell'intensità competitiva, ecc. Tuttavia mentre in condizioni normali è lecito presupporre che il *track record* di performance storiche e la capacità di reddito raggiunta dall'impresa o raggiungibile nel breve termine possa essere mantenuta sulla base di adeguati investimenti e l'analisi fondamentale si concentra quindi prevalentemente sul volume di investimenti necessario a mantenere anche nel futuro più remoto la capacità di reddito già raggiunta

o raggiungibile nel breve termine dall'impresa, in periodi di crisi l'analisi fondamentale deve farsi carico di interpretare le discontinuità in grado di incidere sulla capacità di reddito prospettica. La conseguenza è che l'analisi fondamentale si complica considerevolmente.

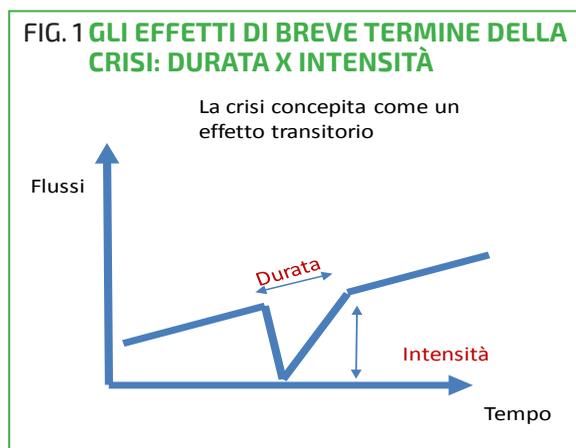
Sotto il profilo logico si inverte la relazione fra flussi prospettici attesi (il piano) ed il valore terminale, nel senso che – mentre in situazioni di normalità il valore terminale si fonda sul flusso di reddito dell'ultimo anno di piano di cui rappresenta una proiezione normalizzata – in contesti di crisi dovrebbe essere la capacità di reddito di lungo termine ad orientare i piani attraverso un processo a ritroso che, muovendo dal futuro più remoto, risale al futuro prossimo. Ciò per via del fatto che in un contesto di crisi il futuro più lontano non può essere ricavato per estrapolazione del presente e richiede una visione degli effetti più probabili delle discontinuità indotte dalla pandemia e della capacità/possibilità dell'impresa di reagirvi (in breve dei nuovi possibili squilibri di settore e di impresa e dei conseguenti rimedi).

In linea teorica, se il processo di pianificazione aziendale fosse ben formulato, il percorso a ritroso dovrebbe essere già riflesso nel piano, ma nella mia esperienza spesso ciò non accade. Sono pochi i casi in cui la pandemia da Covid 19 ha modificato il processo di pianificazione delle imprese; molto più frequentemente le imprese hanno rinviato i piani o più semplicemente si sono limitate a formulare il budget. Laddove invece il processo di pianificazione è cambiato, le imprese identificano un anno nel futuro nel quale ritengono di poter ritornare ai risultati ante crisi ed estrapolano per convergenza dal presente i risultati attesi. In tutti questi casi l'esperto è chiamato a svolgere una propria autonoma analisi fondamentale. In particolare l'esperto deve interrogarsi sugli effetti più probabili delle discontinuità indotte dalla pandemia e della capacità dell'impresa di reagirvi. Per questa ragione l'analisi fondamentale rappresenta il fulcro delle valutazioni post Covid. Fulcro che non può essere ricondotto semplicemente ad una verifica di ragionevolezza degli input dei criteri valutativi sulla base della storia dei risultati ante Covid, ma che deve invece riferirsi alle ragioni per cui gli input dei criteri valutativi possono essere considerati ragionevoli nel contesto post Covid.

2. La sindrome del triangolo

Purtroppo la maggior parte delle valutazioni post Covid si caratterizza per una minore dose di analisi fondamentale rispetto alle valutazioni pre Covid. La ragione va ricercata nel fatto che la pandemia è considerata un fenomeno temporaneo, esaurito il quale, l'impresa potrà recuperare le performance precedenti. In questa prospettiva l'esperto si limita a verificare che il piano preveda il recupero delle performance del 2019 in un arco temporale ragionevole oltre il quale l'impresa possa riprendere il trend di risultati atteso ante Covid.

La figura 1 mostra come adottando questa prospettiva l'esperto si limiti a riflettere nella valutazione gli effetti temporanei della crisi riconducibili a due variabili chiave: la durata e l'intensità della crisi, rappresentate nel grafico dalla base e dall'altezza del triangolo rovesciato che identifica l'area di risultati che la crisi stessa ha fatto venir meno.



Questa prospettiva di valutazione come evidenziato in precedenza comporta un vero e proprio azzeramento di analisi fondamentale in forza dell'assunzione (ipotetica) che la crisi rappresenti un temporale passato il quale torni il sereno e non invece un segnale di cambio di stagione al quale l'impresa si debba preparare. L'azzeramento di analisi fondamentale trova giustificazione nell'assunzione ipotetica che gli effetti della crisi si esauriscano nel breve termine; assunzione ritenuta ragionevole sulla base della convinzione che qualunque assunzione alternativa risulterebbe comunque indimostrata (ma ciò riguarda qualsiasi assunzione). In questa prospettiva la migliore soluzione sarebbe dunque l'assenza di qualsiasi analisi fondamentale. Chiamerò questo atteggiamento dell'esperto la sindrome del triangolo, per indicare il grave impoverimento della base informativa a supporto della valutazione a causa dell'assenza

di una verifica della tenuta delle condizioni necessarie affinché l'impresa recuperi il sentiero di performance precedente, sostituita da una mera previsione del tempo necessario a ristabilire condizioni di normalità e dell'intensità della crisi nel periodo transitorio.

La sindrome del triangolo si manifesta in valutazioni che:

- poggiano su orizzonti temporali più estesi rispetto alle valutazioni pre-Covid, in quanto considerano un periodo variabile fra i 12 ed i 24 mesi necessario per ritornare ai livelli di performance del 2019 oltre il quale si innesta il "vecchio" piano formulato ante crisi;
- proiettano un ritorno al passato (*old normal*) in termini sia di dinamica della domanda sia di rivalità competitiva;
- considerano una crescita di risultati senza investimenti in quanto mantenendo lo stesso quadro competitivo precedente al recupero della domanda non si accompagna l'esigenza di investimenti di capacità, né di altri tipi di investimenti;
- presuppongono che la crisi abbia colpito nello stesso modo tutte le imprese del settore e quindi che tutte le imprese reagiscano nello stesso modo senza che siano compromessi gli equilibri competitivi di settore.

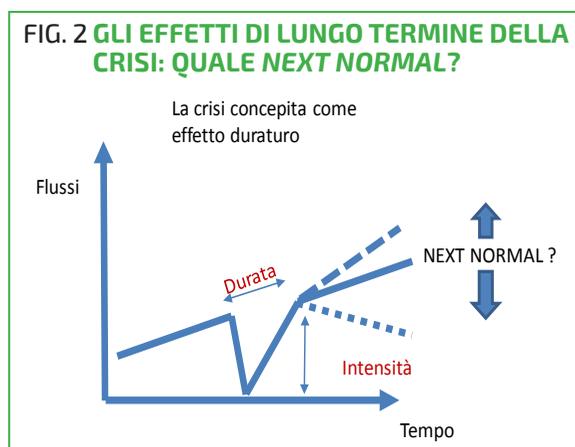
Ciò mentre dalle crisi precedenti ben sappiamo che:

- il rischio più sottovalutato nelle crisi è l'inerzia (*management bias*): le imprese che mostrano maggiore difficoltà di ripresa dopo la crisi sono proprio le imprese che non hanno saputo adattarsi ai cambiamenti indotti dalla crisi stessa, sulla base del presupposto che la crisi fosse un fenomeno solo temporaneo;
- a seguito di cambiamenti strutturali (economici, tecnologici, demografici, di costume, ecc.) è frequente che le imprese più dinamiche operino nella direzione di riconfigurare il settore cui appartengono (*reshaping Industry structure*). Basti pensare al mercato dei telefoni cellulari. Nokia era l'impresa leader focalizzata sull'*hardware*, poi è entrata Apple che ha spostato la competizione sul *software* modificando completamente le caratteristiche dell'offerta. La conseguenza è stata una fortissima *value migration* dalle imprese focalizzate sull'*hardware* alle imprese focalizzate sul *software*. Queste migrazioni di valore sono tanto più frequenti quanto più intense sono le discontinuità indotte dalla crisi nei comportamenti e nei bisogni della clientela, le quali inducono le imprese più attive ad innovazioni radicali.

- i cambiamenti strutturali di norma generano nuovi bisogni o nuovi modi per servire i vecchi bisogni. Basti pensare all'avvento del digitale nel settore della musica. Le previsioni più accreditate sostenevano che sarebbero nate molte nuove etichette musicali, in virtù del fatto che la barriera all'entrata rappresentata dalla distribuzione fisica sarebbe venuta meno. Così non è stato. La vera barriera all'entrata si è dimostrata essere la dimensione del portafoglio artisti (per sostenere il lancio di nuovi artisti, bisogna già disporre di un importante portafoglio artisti di successo). La conseguenza è che oggi le *major record companies* sono quattro, mentre erano sei prima dell'avvento del digitale.

È dunque evidente che un approccio che si limiti a considerare la crisi un fenomeno temporaneo senza effetti di lungo periodo rappresenti una sorta di scorciatoia del processo valutativo, che non trova tuttavia valide giustificazioni. L'unica giustificazione riguarderebbe la difficoltà di prevedere e la conseguente rinuncia a previsioni diverse dal ristabilimento delle condizioni iniziali (il ritorno alle condizioni pre-Covid) dopo un certo lasso temporale.

La fig. 2 illustra la prospettiva che l'esperto dovrebbe più correttamente adottare. Oltre a stimare durata e intensità della crisi (l'area del triangolo) la valutazione dovrebbe riflettere anche l'opinione dell'esperto sul c.d. *next normal*, ovvero la condizione di "nuovo" equilibrio che con maggiore probabilità si verrà a creare dopo la crisi. Per adottare questa prospettiva è necessaria un'adeguata analisi fondamentale.



Tuttavia il contesto di crisi e l'elevata incertezza che lo accompagna comportano una limitata efficacia dei tradizionali modelli di analisi fondamentale. Per questo

motivo è necessario comprendere le caratteristiche della crisi che stiamo attraversando e le modalità attraverso cui i tradizionali modelli di analisi possono essere adattati al nuovo contesto.

Al riguardo si possono citare alcuni elementi caratteristici della crisi da Covid, di cui occorre tenere conto:

- *fenomeno sistemico*. Ciò significa che i principali effetti della crisi sono al di fuori delle leve di controllo dell'impresa: dinamica macroeconomica, reazioni dei consumatori, cambiamenti della domanda, ecc.;
- *risposta idiosincratca*. Nonostante la crisi sia un fenomeno sistemico, la pandemia non è un destino eguale per tutte le imprese. All'interno di uno stesso settore o gruppo strategico d'impresa si registra una grande disparità di risultati, segno che le imprese stanno reagendo in modi diversi, modificando la loro esposizione al fenomeno sistemico;
- *nuovi trend emergenti*. La crisi ha senza dubbio accelerato alcuni processi già in atto prima della pandemia, quali la digitalizzazione, la sostenibilità, ecc.
- *gravi strozzature nell'offerta nella fase di ripresa*. In molti settori la *supply chain* ha mostrato gravi carenze, facendo emergere una maggiore importanza relativa dei cc.dd. verticali di settore rispetto alla competizione orizzontale

Il miglior modo per affrontare le problematiche valutative che emergono dal nuovo contesto consiste nel porsi alcune domande alle quali la valutazione dovrebbe essere in grado di dare risposta, in quanto espressive di ciò che un lettore attento della valutazione vorrebbe vedere affrontato dall'esperto in forma documentata e convincente.

A solo titolo di esempio alcune domande potrebbero essere le seguenti:

- le nuove minacce/opportunità indotte dalla crisi favoriscono gli *incumbent* o i *newcomers*?
- le nuove traiettorie di sviluppo (digitalizzazione, sostenibilità, ecc.) richiedono nuove competenze?
- l'impresa ha di fronte a sé percorsi di investimento alternativi (in competizione) fra loro, rispetto ai quali assumere fin d'ora una direzione da imboccare?
- i confini del mercato in cui opera l'impresa si stanno modificando? Si ampliano o si restringono?
- cambiano le fonti di vantaggio competitivo (ad es. in molti settori le economie di scala, che rappresentavano una fonte di vantaggio competitivo sono diventate una fonte di svantaggio)?

- la rivalità competitiva sarà più o meno intensa nel medio termine, terminata la fase di rimbalzo della domanda nell'immediato post-Covid?
- *skill or luck?* Chi registra migliori performance nel settore è chi ha più capacità o chi è più fortunato (in quanto si è trovato al posto giusto al momento giusto)?

3. Analisi fondamentale: aspetti critici post Covid

L'aspetto più problematico dell'analisi fondamentale nel contesto post-Covid è rappresentato dalla difficoltà di adottare gli strumenti di analisi tipici di condizioni normali a causa del venir meno di alcune condizioni di fondo che ne costituiscono i presupposti logici. In questo paragrafo mi soffermo su quattro aspetti principali rappresentati da:

1. il disallineamento fra performance, posizionamento di mercato e posizionamento competitivo dell'impresa;
2. la ridotta rilevanza dei modelli tradizionali di analisi settoriale;
3. la forte accelerazione dei trend evolutivi di settore;
4. l'iper-competizione indotta dalle barriere all'uscita generate dai provvedimenti di aiuto alle imprese.

Analizziamoli separatamente.

Il disallineamento fra performance, posizionamento di mercato e posizionamento competitivo

In condizioni normali esiste una sorta di allineamento naturale fra tre diversi profili dell'impresa rappresentati dalle performance, dal posizionamento di mercato (quota di mercato detenuta) e dal posizionamento competitivo (*pipeline* di nuovi prodotti, efficienza di processi, ecc.). Ad esempio un'impresa con una quota di mercato rilevante gode di un posizionamento competitivo forte

e di buone performance. L'allineamento fra i tre profili fa sì che concentrando l'analisi sulle performance dell'impresa si abbia indirettamente indicazione anche del suo posizionamento di mercato e del suo posizionamento competitivo. La crisi da pandemia invece ha generato un disallineamento fra i tre profili. Accade così che ad una quota di mercato rilevante, non corrisponda necessariamente un posizionamento competitivo forte (in quanto altri soggetti possono essere meglio avvantaggiati a sviluppare nuove fonti di vantaggio competitivo) ed una performance forte (in quanto l'impresa può essere costretta a salvaguardare la quota di mercato attraverso un contenimento dei prezzi e dei margini).

La figura 3 illustra due ipotetiche situazioni rispettivamente ante Covid (di allineamento dei tre profili) e post Covid (di disallineamento). Quando si verifica il disallineamento fra i tre profili descritti non è ragionevole ritenere che la crisi sia un fenomeno solo temporaneo destinato a riassorbirsi in breve tempo, in quanto l'ipotesi di ristabilimento delle performance ante crisi implicitamente presuppone che il posizionamento di mercato ed il posizionamento competitivo dell'impresa non siano mutati, ipotesi che a sua volta presuppone che nel nuovo contesto varranno le stesse fonti di vantaggio competitivo precedenti (ante Covid).

Limitando l'analisi a due principali fonti di vantaggio competitivo, *customer captivity* e competitività di costo, ci sono invece molte ragioni per cui le fonti di vantaggio possono aver subito importanti modifiche a causa della crisi, infatti:

a) per quanto riguarda la *customer captivity*, possono essere cambiate:

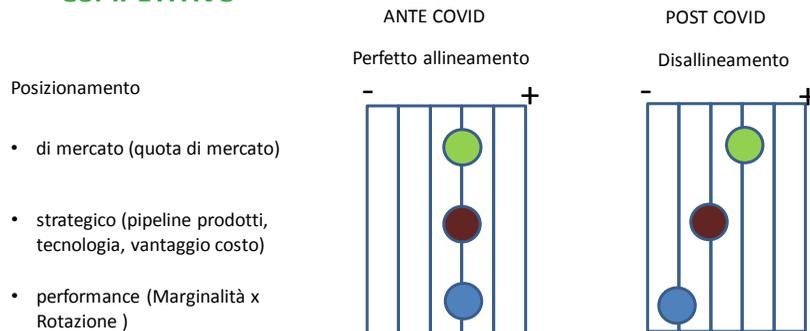
1. le abitudini dei consumatori;
2. i costi di sostituzione del fornitore da parte dei clienti (cc.dd. *switching costs*);

3. i costi di ricerca di nuovi fornitori da parte della clientela;

b) per quanto riguarda invece la competitività di costo possono essere cambiate:

1. le relazioni all'interno della *supply chain* con migrazione di valore a valle o a monte;
2. le determinanti di innovazione di processo;
3. le fonti delle economie di scala o di scopo.

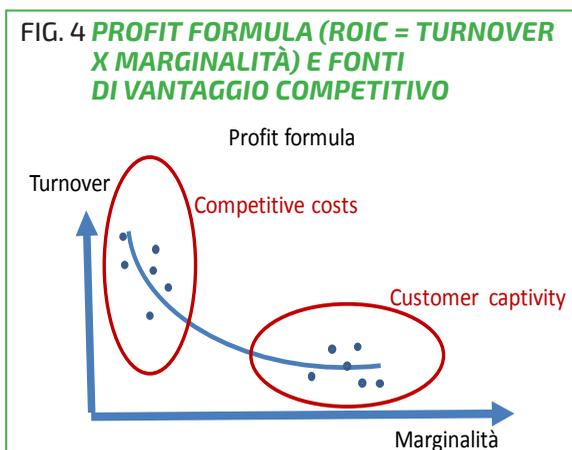
FIG. 3 ALLINEAMENTO (ANTE COVID) E DISALLINEAMENTO (POST COVID) DI PERFORMANCE, POSIZIONAMENTO DI MERCATO E COMPETITIVO



Modificandosi le fonti di vantaggio competitivo (e conseguentemente il posizionamento competitivo dell'impresa) sono destinate a mutare anche le performance dell'impresa stessa nel lungo termine.

La figura 4 illustra la relazione che normalmente lega la performance dell'impresa (ROIC) alla fonte di vantaggio competitivo. Come è noto il ROIC può essere scomposto nel prodotto fra due quozienti espressivi rispettivamente della marginalità delle vendite (Nopat/Sales) e della rotazione del capitale investito (Sales/Invested Capital). Società con ROIC eguale possono caratterizzarsi l'una per una maggiore redditività delle vendite accompagnata da una minore rotazione del capitale investito e l'altra per una minore redditività delle vendite accompagnata da una maggiore rotazione del capitale investito. Normalmente l'impresa del primo tipo gode di vantaggi competitivi sui costi, mentre l'impresa del secondo tipo gode di *customer captivity*. Se le imprese perdono parte del proprio vantaggio competitivo (sia esso il vantaggio di costo o la *customer captivity*) sono destinate a subire una riduzione della redditività nel lungo termine.

FIG. 4 PROFIT FORMULA (ROIC = TURNOVER X MARGINALITÀ) E FONTI DI VANTAGGIO COMPETITIVO



La ridotta rilevanza dei tradizionali modelli di analisi settoriale

Molti modelli di analisi settoriale nel nuovo contesto di crisi soffrono del venir meno di alcune pre-condizioni necessarie a garantirne l'efficacia interpretativa. A titolo di esempio:

- il modello delle cinque forze di Porter presuppone che:
 - le regole del gioco competitivo rimangano stabili;
 - la dinamica della domanda sia prevedibile;
 - le imprese possano procurarsi le risorse chiave senza particolari svantaggi di costo.

Circostanze che non sono verificate nell'attuale con-

testo di mercato in molti settori;

- il modello di Chandler sulla crescita delle imprese presuppone che le imprese seguano un percorso ben disciplinato di crescita. Dapprima la crescita riguarda i volumi, poi le geografie, poi l'integrazione verticale o orizzontale, infine la diversificazione. Nella fase di crisi invece le imprese più attive stanno promuovendo operazioni di crescita esterna (in senso verticale o orizzontale) per poter disporre di un migliore posizionamento competitivo nel nuovo contesto post-pandemia, saltando le fasi precedenti della crescita identificata da Chandler.

L'accelerazione dei trend di settore

La crisi è destinata ad accelerare i trend di lungo termine che caratterizzano i settori in relazione ad alcune caratteristiche di fondo. Al riguardo i settori possono essere suddivisi in diverse tipologie in relazione ad alcune caratteristiche chiave della domanda e/o dell'offerta:

- settori frammentati, caratterizzati da un gran numero di PMI nessuna con *market share* dominante;
- settori emergenti, ovvero settori nuovi creati da discontinuità tecnologiche/regolamentari;
- settori maturi, caratterizzati da una lenta crescita della domanda e da una clientela esperta che ripete gli acquisti;
- settori in declino, caratterizzati da una riduzione delle unità di vendita per periodi prolungati.

In assenza di condizioni *disruptive*, la domanda in questi settori evolve in forma prevedibile lungo trend di lungo periodo mantenendo tuttavia l'equilibrio competitivo relativamente stabile. In un contesto di crisi invece si registra una accelerazione delle tendenze evolutive tipiche di ciascuna tipologia di settore e più in particolare nei:

- settori frammentati è favorito il consolidamento, attraverso aggregazioni di imprese;
- settori emergenti, è favorita la spinta alla ricerca del *first mover advantage* da parte delle imprese più dinamiche;
- settori maturi, è favorita la ricerca della qualità dei servizi e delle innovazioni di processo;
- settori in declino, è favorita la ricerca di nicchie.

Questa accelerazione dei trend di settore si accompagna per le imprese più lente a reagire all'emergere di squilibri.

L'ipercompetizione indotta dai provvedimenti a tutela delle imprese deboli

I provvedimenti di contrasto alla crisi hanno generato delle vere e proprie barriere all'uscita suscettibili di accre-

scere la rivalità competitiva sulla base di condizioni non necessariamente economiche. Quando le imprese lottano per sopravvivere si genera ipercompetizione. Le imprese più dinamiche per reagire all'unica forma di concorrenza delle imprese più deboli (la concorrenza di prezzo) debbono rinnovare rapidamente le fonti di vantaggio competitivo.

Dalla teoria sappiamo, che i settori possono essere divisi in tre principali categorie in relazione alla difficoltà o meno da parte dei concorrenti di imitare le fonti di vantaggio competitivo. In particolare è possibile identificare tre principali categorie di settori/mercati:

- *Slow cycle markets*, settori dove le imprese sono protette dall'imitazione del vantaggio competitivo, in quanto le imprese concorrenti fanno fatica a riprodurlo o devono sostenere costi rilevanti, con rischi di insuccesso;
- *Standard cycle markets*, settori in cui le fonti di vantaggio competitivo sono parzialmente imitabili e l'imitazione è moderatamente costosa;
- *Fast cycle markets*, settori dove le fonti di vantaggio competitivo mutano rapidamente e/o sono facilmente imitabili e/o l'imitazione non è costosa.

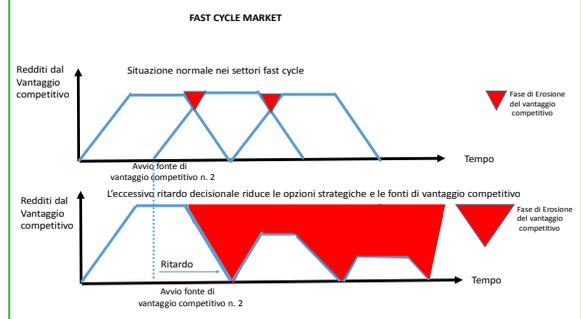
Il vantaggio competitivo si traduce di norma in una *extra-performance* dell'impresa rispetto ai concorrenti. Ciascun vantaggio competitivo ha un suo ciclo di vita definito da tre fasi: affermazione; sfruttamento; erosione. Nei settori *slow cycle* la fase di sfruttamento è molto più protratta che non nei settori *fast cycle* a causa della maggiore protezione dall'imitazione del vantaggio competitivo.

La figura 5 rappresenta il profilo tipico dei redditi rivenienti da una fonte di vantaggio competitivo al trascorrere nel tempo in due settori a confronto (*slow cycle* e *fast cycle*). La tabella mostra come negli *slow cycle market* la durata delle fonti di vantaggio competitivo sia molto maggiore rispetto ai *fast cycle market*, dove le imprese de-

vono invece avviare la ricerca di nuovi fonti di vantaggio competitivo quando ancora le precedenti fonti di vantaggio competitivo sono in fase di pieno sfruttamento, per minimizzare la perdita di reddito che potrebbe conseguire da uno sfasamento temporale fra vecchie e nuove fonti di vantaggio competitivo.

La figura 6 mostra proprio come il ritardo nell'avvio di nuove fonti di vantaggio competitivo in un *fast cycle market* sia destinato a generare una erosione di redditività (area rossa del grafico), destinata a non essere più recuperata quando il ritardo decisionale diventa eccessivo.

FIG. 6 GLI EFFETTI DEI RITARDI NELLO SVILUPPO DI NUOVE FONTI DI VANTAGGIO COMPETITIVO NEI FAST CYCLE MARKETS

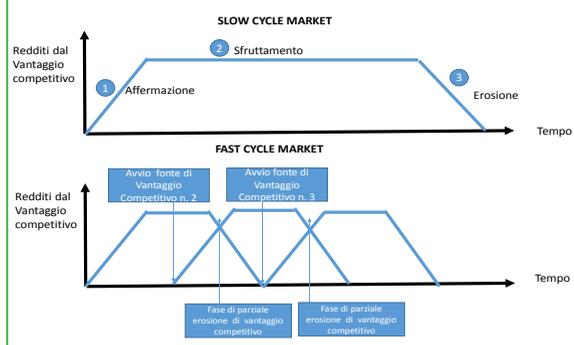


La circostanza che tutti i settori/mercati evidenzino un'accelerazione nella competizione, fa sì che molti *standard cycle markets* assumano profili più simili ai *fast cycle markets*, con un'accelerazione delle innovazioni di processo e di prodotto da parte dei concorrenti.

4. Analisi fondamentale: cosa cambia?

Fin qui sono stati analizzati alcuni limiti degli strumenti più tradizionali di analisi fondamentale. A questo punto è necessario individuare come superare i limiti descritti. In linea di principio non ritengo che sia necessario abbandonare gli strumenti di analisi che conosciamo, quanto piuttosto farne un uso molto più mirato, in grado cioè di condurre alla formazione di un solido convincimento della correttezza del valore stimato. Come ricordano i principi di valutazione, la stima dell'esperto è un'opinione e per essere fondata deve radicarsi su una buona analisi fondamentale. Spesso, invece, quest'ultima è concepita dagli esperti come una necessaria premessa alla valutazione, piuttosto che la base sulla quale costruire l'architettura dell'impianto valutativo.

FIG. 5 SLOW CYCLE MARKET E FAST CYCLE MARKET: DURATA DEL VANTAGGIO COMPETITIVO



Al riguardo segnalo quattro principali aspetti, riconducibili alle esigenze di mirare:

- la fonte primaria di generazione delle performance;
- la fattispecie di impresa da valutare;
- i flussi di risultato da considerare;
- I *value driver* necessari a sfruttare le nuove opportunità.

Vediamoli separatamente.

La fonte primaria di generazione delle performance

Per lungo tempo gli studiosi di strategia hanno cercato di dare risposta all'interrogativo di quanto contribuissero alle performance di lungo termine dell'impresa, da un lato, l'ambiente competitivo e, dall'altro, le sue scelte strategiche. È oggi condiviso che le scelte strategiche contribuiscano in misura più rilevante rispetto all'ambiente alla formazione dei risultati d'impresa. Tuttavia in fasi di crisi di natura sistemica si è portati a considerare il contrario, in quanto la crisi nasce al di fuori dell'impresa e la carenza di domanda o il blocco dell'offerta sono le principali determinanti delle performance di breve termine. È importante dunque che l'esperto mantenga una visione di lungo termine, sulla base della quale il maggiore contributo alle performance di impresa dipende dalle scelte compiute dall'impresa stessa e non dall'ambiente competitivo. Focalizzando l'attenzione sull'impresa e non sull'ambiente competitivo si è portati a concentrare l'attenzione sui punti di forza o di debolezza dell'impresa nel nuovo contesto post Covid. In quest'ambito è necessario allargare la prospettiva di analisi, non limitandosi ai punti di forza e di debolezza per gli azionisti, ma ai punti di forza e di debolezza per gli *stakeholder* dell'impresa. Questa prospettiva allargata permette di invertire l'ordine gerarchico con cui di norma vengono affrontati i diversi ambiti di riferimento dell'analisi fondamentale: prima l'ambiente competitivo, poi l'impresa ed i suoi azionisti, poi – eventualmente – gli *stakeholder* e di adottare un'analisi che muova prima dall'impresa e dagli *stakeholder* per risalire poi all'ambiente competitivo.

La fattispecie di impresa da valutare

L'analisi fondamentale deve essere in grado di identificare la fattispecie di impresa in relazione a due parametri rilevanti precedenti alla crisi: il posizionamento competitivo e l'attrattività del settore. È chiaro infatti che un'impresa competitivamente forte in un settore ad elevata attrattività, rappresenta un'impresa meno esposta agli effetti della crisi e per la quale è quindi più facile che la crisi costituisca solo una fase temporanea trascorsa la quale l'impresa possa riprendere il proprio trend di risultati storici. In tutti gli altri casi, invece non è così.

La figura 7 illustra una matrice che identifica tre diverse fattispecie di imprese:

- o *winner* (impresa con posizionamento competitivo forte in settore ad attrattività elevata);
- o *question mark* (imprese con posizionamento competitivo forte in settori a media o contenuta attrattività ed imprese con posizionamento competitivo medio in settori ad attrattività elevata);
- o *loser* (tutte le imprese con posizionamento competitivo debole – a prescindere dall'attrattività del settore - e le imprese con posizionamento competitivo medio in settori ad attrattività contenuta).

FIG. 7 FATTISPECIE D'IMPRESA IN RELAZIONE AL POSIZIONAMENTO COMPETITIVO ED ALL'ATTRATTIVITÀ DEL SETTORE

		Posizionamento competitivo		
		Forte	Medio	Debole
Attrattività del settore	Elevata	Winner	?	Loser
	Media	?	?	Loser
	Contenuta	?	Loser	Loser

Nella sua semplicità la matrice permette di comprendere la fattispecie di impresa da valutare e di qui i profili di criticità dell'analisi prospettica.

Al fine di comprendere il posizionamento competitivo dell'impresa può essere utile fare riferimento a modelli di analisi propria dell'analisi strategica e volto a definire se le risorse e le competenze di cui dispone l'impresa siano o meno fonte di vantaggio competitivo. Fra i modelli più diffusi vi è il c.d. *VRIN model* (l'acronimo VRIN è ricavato dalle iniziali dei quattro profili che concorrono a conferire alle risorse ed alle capacità d'impresa la natura di vantaggio competitivo).

Infatti non tutte le capacità di cui l'impresa dispone sono fonte di vantaggio competitivo (= si traducono in performance superiori al rendimento normale), in quanto molte capacità sono già diffuse nel settore (le *best practice* di settore non sono fonte di vantaggio competitivo, configurano le cc.dd. *ordinary capabilities*, ovvero le capacità necessarie al mantenimento nel lungo termine di una capacità di rendimento normale dell'impresa), oppure sono facili da imitare, oppure sono facilmente sostituibili con altre già disponibili ai concorrenti. Solo alcune specifiche

FIGURA 8 VRIN MODEL

Risorse e competenze dell'impresa sono:

di Valore?	Rare?	costose da Imitare?	Non sostituibili?	Implicazioni in termini di posizionamento competitivo	Implicazioni in termini di performance
Si	No	No	No	Svantaggio Competitivo	Rendimento inferiore al costo del capitale
Si	Si	No	No	Parità competitiva	Rendimento allineato al costo del capitale
Si	Si	Si	No	Vantaggio competitivo temporaneo	Rendimento superiore/allineato al costo del capitale
Si	Si	Si	Si	Vantaggio competitivo sostenibile	Rendimento superiore al costo del capitale

capacità (speciali) sono in grado di generare un vantaggio competitivo. Queste ultime capacità (speciali) sono definite competenze chiave. Si tratta di competenze sviluppate all'interno dell'impresa e che raramente possono essere acquisite dall'esterno. Le competenze chiave sono capacità che soddisfano quattro requisiti (normalmente ricordati con l'acronimo VRIN, dalle loro iniziali in inglese). In particolare le competenze chiave devono essere:

- di *Valore* = in grado di generare valore per il cliente;
- Rare* = non diffuse fra i concorrenti;
- costose da Imitare* = difficilmente imitabili dai concorrenti o imitabili ad un costo elevato;
- Non sostituibili* = non sostituibili con altre capacità, strategicamente equivalenti

Le capacità che non soddisfano i quattro requisiti (VRIN) non sono competenze chiave e quindi non sono in grado di generare durevolmente rendimenti superiori al costo del capitale (= rendimento normale). L'idea alla base

del modello (figura 8) è che non si possa costruire alcun vantaggio competitivo producendo beni indifferenziati, usando componenti indifferenziati, processi indifferenziati e limitandosi a seguire le *best practice*. Dunque mentre qualsiasi competenza chiave corrisponde ad una specifica capacità sviluppata dall'impresa, non tutte le capacità sviluppate dall'impresa sono anche competenze chiave, in quanto possono essere patrimonio comune delle imprese operanti nello stesso settore (*ordinary capabilities*).

I flussi di risultato da considerare

I piani d'impresa normalmente riflettono lo scenario ritenuto più probabile dal management. In condizioni normali i risultati dello scenario più probabile corrispondono anche ai risultati medi attesi in quanto gli scenari alternativi (migliorativo o peggiorativo) risultano simmetrici sia nei valori che nelle probabilità di manifestazione.

In un contesto di crisi, invece lo scenario più probabile difficilmente esprime anche risultati medi attesi, in quanto viene meno la simmetria dei valori e delle probabilità attribuibili agli scenari alternativi (migliorativi o peggiorativi).

La tabella 1 mette a confronto due situazioni idealmente ante Covid e post Covid, riportando per ciascuna di esse tre possibili scenari alternativi (favorevole, base, sfavorevole). Nella situazione ante Covid il risultato dello scenario base (il più probabile al quale è associata una probabilità del 70%) coincide

TABELLA 1 FLUSSI MEDI ATTESI (PRIMA E DOPO COVID) A CONFRONTO CON I RISULTATI PIÙ PROBABILI

	Prima.		Dopo		
	Risultati	Probabilità	Risultati	Probabilità	
Scenario favorevole	120	15%	110	10%	Distribuzione asimmetrica
Caso base	100	70%	95	60%	
Scenario sfavorevole	80	15%	30	30%	
Scenario più probabile	100		95		
delta %			-5%	60%	
Valore medio atteso	100		77		
delta%			-23%		
deviazione standard	11		31		
coefficiente di skewness	0		-0,8		

de con il risultato medio atteso (=100), per via del fatto che i valori degli scenari alternativi sono simmetrici tanto nei valori (scenario favorevole = $100 + 20 = 120$; scenario sfavorevole = $100 - 20 = 80$) quanto nelle probabilità (15% ciascuno). Nella situazione post Covid lo scenario base (più probabile) proietta risultati attesi inferiori (95 vs. 100) ai quali è attribuita una minore probabilità di manifestazione (60% vs. 70%) e che non esprimono più risultati medi attesi. I risultati medi attesi post Covid sono molto inferiori (= 77) in quanto lo scenario sfavorevole prevede una riduzione di risultati più consistente rispetto all'aumento dei risultati nello scenario più favorevole (-65 vs. + 15 rispetto allo scenario più probabile) ed una maggiore probabilità di manifestazione (30% vs. 10%).

Ciò comporta che analizzando i soli flussi di piano (che riflettono gli scenari più probabili) si abbia una rappresentazione distorta degli effetti della crisi (nell'esempio molto sottostimata). Infatti il confronto fra i flussi di piano ante e post Covid mostrerebbe una riduzione dei risultati prospettici del 5% (= $95/100 - 1$), mentre la vera riduzione ai fini della valutazione riguarderebbe i flussi medi attesi che passando da 100 a 77 mostrerebbero una riduzione del 23%. Questa è anche la ragione per cui le autorità (ESMA e Consob) hanno invitato nelle valutazioni a fini di *impairment test* a considerare più scenari alternativi, al fine di poter rappresentare adeguatamente il rischio che caratterizza i flussi prospettici della specifica entità. Rischio che il solo confronto fra scenari più probabili non consente di cogliere.

I value drivers necessari a sfruttare le nuove opportunità.

I drivers di valore rappresentano gli elementi sulla base dei quali poggia la capacità di impresa di generare reddito. Spesso sono rappresentati da misure extracontabili. Ad esempio la durata media della relazione di clientela può essere il principale driver di valore di un'impresa di servizi, in quanto a parità di ogni altra condizione, accrescendo la durata della relazione di clientela aumentano anche i ricavi ed i redditi d'impresa. In condizioni normali la corretta individuazione dei *revenue drivers* e la loro dinamica nel tempo permette di valutare la ragionevolezza delle assunzioni alla base del piano. In condizioni di crisi, invece, assumono rilievo i *revenue levers*. I *revenue levers* rappresentano le opportunità che il nuovo contesto di mercato post Covid offre all'impresa per cat-

ture nuove fonti di ricavo rispetto a quelle tradizionali o precedenti (ante Covid) ed includono nuovi prodotti, nuovi servizi, nuove modalità di offerta, nuovi canali distributivi, nuovi segmenti di mercato, ecc. Partendo da una lista dei *revenue levers* che la crisi ha dischiuso è possibile comprendere come l'impresa è posizionata rispetto alla concorrenza per catturare tali nuove opportunità di ricavo. Questa analisi può permettere di formulare un giudizio più convinto sulle prospettive future dell'impresa nel *next normal*.

5. Conclusioni

L'analisi fondamentale assume un ruolo prioritario nella valutazione delle aziende nel contesto post-Covid. Molte valutazioni rinunciano a svolgere analisi fondamentali limitandosi a prevedere la durata e l'intensità della crisi, ma ipotizzando un pieno recupero delle condizioni ante-Covid, come se quest'ultima non fosse suscettibile di generare effetti nel lungo periodo, per effetto di discontinuità nel comportamento dei consumatori, nella riconfigurazione delle *supply chain*, nella reazione dei concorrenti, nell'ingresso di newcomers, nell'obsolescenza delle fonti di vantaggio competitivo, nell'accelerazione dei trend di settore.

Nella valutazione d'azienda l'analisi fondamentale deve essere in grado di dare risposta a quegli interrogativi che qualunque utilizzatore professionale della valutazione si porrebbe. In questa prospettiva l'esperto non può evitare l'analisi fondamentale trincerandosi dietro la "scusa" che assumere un qualunque scenario diverso dal pieno ristabilimento delle condizioni ante Covid costituisca un *assumption* indimostrabile.

Nell'articolo si sono mostrati i principali limiti degli strumenti di analisi fondamentale in uso nella valutazione delle aziende e come – la consapevolezza di quei limiti – possa aiutare nel compiere analisi molto più mirate sulla fonte primaria di generazione delle performance dell'impresa, sulla fattispecie di impresa da valutare, sui flussi di risultato da considerare; sui *revenue levers* oltre che sui *revenue drivers*.

Ogni valutazione è un'opinione – non un dato di fatto – che l'esperto è chiamato a rappresentare in forma trasparente e convincente (in quanto adeguatamente supportata). Qualunque opinione ha un inizio, uno sviluppo ed una fine che devono trovare proprio nell'analisi fondamentale il loro principale supporto.