

# Il rendimento economico d'impresa e il modello della creazione di valore integrata. La Distribuzione IAM Auto Italia 2008-2010.

Silvano Guelfi

Sommario: 1. Premessa – 2. La logica e la metrica dell'analisi. Creazione di valore economico – 2.1. L'Avviamento – 2.2. La creazione di valore corrente – 2.3. La creazione di valore strategica – 2.4. La creazione di valore integrata – 3. Le matrici di analisi della *performance* economica integrata – 4. I Distributori della filiera dell'Independent After Market Auto in Italia. La creazione di valore corrente, strategica ed integrata nel triennio 2008-2010 - 5. Conclusioni – Bibliografia.

## Abstract

All along, investors try to find the most coherent return in terms of risk and time. The evaluation of this coherence needs a complete measure. But the return performance indicators are so numerous (Roi, CfRoi, Eps, Tsr, Npv, Mva, ecc.) that frequently investors meet Dante Alighieri's rhymes "*Abandon every hope, you who enter here*" and they think to business evaluation as a "*forest dark, for the straightforward pathway had been lost*". The present essay supports the idea that a complete measure around return on investment must integrate the current value creation, i.e. the realized results in the present, and the strategic value creation, i.e. the sown results for the future. At the end is summarized the value creation analysis of the Italian Independent After Market Distributors, 160 limited companies, for the 2008-2010 period.

## 1. Premessa

Che cosa è e come si misura il rendimento economico dell'impresa? E' da quando esiste l'impresa, come strumento dell'umano operare finalizzato a soddisfarne le esigenze, che l'uomo, ed in particolare colui che vi investe le proprie risorse, si pone tale quesito. Ed è dallo stesso identico momento che l'investitore si arrovella intorno alla risposta cercando quella con la R maiuscola, che possa, meglio di altre, identificare la misura corretta di rendimento. Se alcuni principi ed alcuni passaggi (di cui al successivo paragrafo 2) sono ampiamente

condivisi in dottrina e nella comunità economico-finanziaria, il nodo ruota intorno alla necessità di determinare il risultato dell'attività d'impresa rispetto all'orizzonte temporale di manifestazione dello stesso. In particolare, in relazione alla misurazione delle *performance* d'impresa su base annua (periodicità convenzionalmente ricorrente nella comunità economico-finanziaria), è essenziale distinguere il risultato che l'attività d'impresa ha saputo effettivamente generare nell'anno, ossia il "raccolto" conseguito nell'esercizio corrente, ed il risultato che la stessa ha maturato per il futuro, ossia la "semina" operata per gli esercizi a venire. Entrambi i risultati sono espressione diretta della qualità dell'attività economica d'impresa, nascono dalla capacità contestuale di operare ottimizzando il presente e costruendo il futuro, e contribuiscono a determinare il rendimento economico d'impresa. Così, in assoluta analogia, l'affitto ottenuto da un immobile e l'apprezzamento del valore dello stesso determinano, con riferimento all'orizzonte d'anno, il livello di soddisfazione economica del proprietario; così, ancora, i dividendi ottenuti da un'azione ed il maggiore (o minore) valore della stessa determinano, sempre con riferimento ai 12 mesi, l'intensità del rendimento economico dell'azionista<sup>1</sup>.

In questo quadro, la tesi di fondo sottesa nelle pagine seguenti è che la corretta misurazione del rendimento economico dell'attività d'impresa, così come di ogni impiego di risorse, si debba alimentare di due componenti, entrambe necessarie seppur di differente natura, tangibilità e respiro temporale: il risultato realizzato, misura di breve termine ed effettiva, ed il risultato prospettato, misura di medio lungo termine e attesa o, più correttamente, programmata. Si tratta di due componenti profondamente interrelate e dal cui differente comporsi si evidenzia, oltre l'intensità, un ulteriore parametro di valutazione del rendimento economico: l'equilibrio temporale dello stesso tra la necessità dell'impresa di valicare il presente (nel segno della concretezza che apre al futuro) e l'obiettivo di partecipare al futuro (nel segno della continuità progettuale che valorizza in modo differente il presente) condividendo con *A. Camus, L'uomo in rivolta*, che "*La vera generosità verso il futuro consiste nel donare tutto al presente*".

Il modello, una volta delineato nei suoi principali aspetti teorici, viene poi utilizzato per analizzare la dinamica economica di un settore industriale concreto, in modo da poterne meglio apprezzare il significato, la portata interpretativa e le problematiche applicative.

---

<sup>1</sup>E' il noto *Total Shareholder Return* (TSR), ossia il rapporto tra la remunerazione complessiva del capitale dell'azionista (dividendi  $\pm$  *capital gains*) ed il valore delle risorse finanziarie impiegate ad inizio periodo.

## 2. La logica e la metrica dell'analisi. Creazione di valore economico

La logica e la metrica prescelte per l'analisi in oggetto fanno riferimento al concetto della creazione di valore economico<sup>2</sup> per l'azionista<sup>3</sup> (il cosiddetto

---

<sup>2</sup> In relazione alle molteplici valenze del termine economico rispetto all'attività d'impresa, si sintetizzano le seguenti: innanzitutto la qualificante economica attiene alla creazione di utilità addizionale, volta alla soddisfazione delle esigenze umane, quale maggiore valore dell'*output* generato dall'attività umana d'impresa rispetto alla sommatoria del valore degli *input* impiegati (si rinvia a Ferrero G., *Impresa e Management*, Giuffrè Editore, Milano, 1980, p. 24); in secondo luogo ha valore economico il bene la cui disponibilità è scarsa e/o limitata (si veda Ferrero G., op. cit., 1980, p. 2); in terza istanza il carattere economico dell'attività d'impresa si realizza se e quando è assolta la congrua remunerazione ("Una remunerazione si dice «congrua» quando essa è necessaria e sufficiente per trattenere ed attrarre, nell'ambito dell'impresa, alle operanti condizioni di mercato, tutti i fattori produttivi qualitativamente e quantitativamente richiesti dall'esercizio dell'impresa stessa, durevolmente proiettata nel futuro. Variando le condizioni di mercato dei fattori produttivi, varia anche il giudizio di «congruità» della remunerazione che ai fattori stesse compete. Una «superrimunerazione» (non necessaria) o una «sottorimunerazione» (non sufficiente) sono espressioni di remunerazioni «incongrue»", Ferrero G., op. cit., 1980, p. 15) dei fattori produttivi utilizzati, incluso il valore delle risorse finanziarie apportate dagli azionisti; in ultimo è economica l'attività d'impresa nella misura in cui la stessa si distingue per continuità (Azzini L., *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, 1982, p. 102, identifica l'azienda e, quindi, il sottoinsieme impresa quale "istituto economico atto a perdurare") ed autonomia (condizione in essere se, quando e per quanto è, al contempo, in grado di generare una congrua marginalità operativa e di tradurla in opportuni e coerenti flussi di cassa correnti, quali integrazione del margine operativo lordo e dalla variazione del capitale circolante netto operativo, tali da consentire gli investimenti necessari alla competitività senza ricorrere a capitali di terzi finanziatori esterni).

<sup>3</sup>Tra i molteplici soggetti economici, o portatori d'interesse o *stakeholders* (si vedano, tra gli innumerevoli, Clark J.M., *The Changing Basis of Economic Responsibility*, *The Journal of Political Economy*, vol. 24, n. 3, March 1916, pp. 209-229; Freeman R.E., *Strategic Management. A Stakeholder Approach*, New York, Pitman Publishing Inc., 1984) dell'impresa, ovvero coloro che hanno l'obiettivo di soddisfare le proprie esigenze con i frutti generati dall'attività (strumentale) della stessa, l'azionista si distingue, da un lato, per l'apporto di capitale a pieno rischio e per la remunerazione residuale (soddisfatte congruamente le attese di tutti gli altri soggetti economici) e, dall'altro, per sostenere in misura prioritaria l'alea connessa alla disponibilità del capitale apportato ed al rendimento dello stesso (il cosiddetto rischio d'impresa). Tale asimmetria nella ripartizione del rischio d'impresa costituisce, da un lato, il razionale della maggiore remunerazione dell'azionista rispetto alle altre classi d'interesse e, dall'altro, la determinante ("L'azionista ha anche il diritto/dovere di esercitare il governo economico: verso nuovi equilibri", Airoldi G., Amatori F., Invernizzi F. (a cura di), *Proprietà e governo delle aziende italiane*, Milano, EGEA, 1995, p. 259) a che l'impresa operi come sistema economico e duraturo, ovvero atto a creare con continuità valore economico ("In un'economia di mercato che riconosce i diritti di proprietà privata, la sola responsabilità di un'attività economica è di creare valore per gli azionisti (titolari dei diritti di proprietà di dette attività) e di fare ciò nel rispetto delle

*Shareholder Value Approach* o *Value Based Management*)<sup>4</sup>. La logica sottostante è di immediata comprensione e condivisa dalla scienza economica<sup>5</sup> sin dai propri albori: il capitale investito nell'attività d'impresa<sup>6</sup> crea valore, in un determinato arco temporale, se e quanto più il rendimento complessivo generato è superiore a quanto lo stesso avrebbe reso se impiegato alternativamente in condizioni di rischio analogo. La portata concettuale e tecnica di tale principio di pura razionalità economica<sup>7</sup> è di tutta evidenza in quanto:

- I. la creazione di valore implica, innanzitutto, la quantificazione della congrua remunerazione del capitale investito in funzione del livello di rischio che caratterizza i risultati generati dallo stesso: in questo senso la creazione di valore è una misura economica che incorpora la remunerazione di tutti i fattori produttivi necessari allo svolgimento dell'attività d'impresa, incluso il rischio sostenuto dagli investitori. Anche in tal caso si consideri, sempre a titolo esemplificativo, il detentore di un titolo azionario che per misurare l'effettivo rendimento (complessivo) del proprio investimento deve tenere in conto la congrua remunerazione del rischio intrinsecamente connesso alla volatilità della quotazione e dei dividendi del titolo stesso;
- II. la creazione di valore, inoltre, non si limita a considerare i risultati realizzati dall'attività economica d'impresa, ma include anche quelli realizzabili, seppure in una prospettiva temporale successiva, grazie alla qualità

---

leggi e delle regole morali”, Rappaport A., *Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance*, New York, The Free Press, 1998, p. 5).

<sup>4</sup> Donna G., *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci, Roma, 1999, 2007; Rappaport A., op.cit. 1998; Bennet Stewart G. III, *The quest for value*, Harper Collins, 1991.

<sup>5</sup> Fischer I., *Appreciation and interest*, MacMillan, New York, 1896 (trad. it, *La natura del capitale e del reddito*, UTET, Torino, 1932); Pantaleoni M., *Principii di economia pura*, Zanichelli Editore, Firenze, 1894.

<sup>6</sup> L'impresa (“Attività economica propria dei processi di produzione ... di beni economici ... finalizzata alla soddisfazione di bisogni umani”, Ferrero G., op. cit., 1980, pp. 2-3 e, tra gli innumerevoli, Sciarelli S., *Il sistema d'impresa*, Cedam, Padova, 1982, p. 23, Airoldi G., Brunetti G., Coda V., *Lezioni di economia aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1989, pp. 44-45) intesa quale sistema (Ferrero G., op. cit., 1980, p. 6.) economico socio-tecnico (costituito da risorse tecniche, impianti, strutture, materiali, ecc. ed umane) organizzato (in quanto “insieme di elementi interconnessi da relazioni di interdipendenza” (Airoldi G., Brunetti G., Coda V., *Economia aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1994, p. 77) teleologico (Ferrero G., op. cit., 1980, pp. 6-7) dinamico (Ferrero G., op. cit., 1980, p. 10) in funzionamento (Ferrero G., op. cit., 1980, pp. 89-90) volto, attraverso processi di trasformazione delle risorse impiegate, a generare utilità “economica” con la quale soddisfare esigenze umane.

<sup>7</sup> Guatri L., *La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto*, EGEA, Milano, 1990, p. 8, evidenzia come “Valutazione *razionale* significa che il valore deve essere costruito mediante uno schema logico, chiaro e divisibile. Tale schema si fonda spesso, come meglio si vedrà più avanti, sull'idea-base che il valore dell'azienda in un dato momento sia legato ai flussi di risultati attesi (flussi di reddito, flussi di cassa), alla loro distribuzione nel tempo, al valore d'uso dei mezzi finanziari espresso dai tassi di investimenti alternativi, al rischio che si associa all'investimento”.

dell'operato nel presente: in questo senso la creazione di valore è una misura completa che incorpora, oltre il valore dei risultati conseguiti, il valore della continuità del sistema impresa, ossia il valore connesso a come l'impresa sta operando affinché i risultati possano replicarsi/rafforzarsi. Si consideri ancora il possessore di un titolo azionario: per misurare il rendimento complessivo del suo investimento deve sommare due componenti: il risultato d'esercizio attribuibile alla sua azione, ossia il dividendo percepito nel periodo (il cosiddetto *dividend yield*), ed il *capital gain/loss*, ossia la variazione di valore che ha caratterizzato il titolo nello stesso periodo, ovviamente entrambe al netto della rispettiva imposizione fiscale;

- III. la creazione di valore implica che tutti gli ingredienti necessari alla sua misurazione siano tra loro omogenei e, in particolare, che siano espressi a valore economico corrente. Così, se il risultato d'esercizio attribuibile ad una determinata azione è per sua natura già espresso in termini correnti (in quanto maturato nel corso dell'esercizio) anche il capitale rispetto al quale si rapporta deve esprimersi a valore corrente, e quindi deve considerare oltre l'entità del capitale apportato/investito in origine anche il maggior valore dello stesso derivante dall'attitudine distintiva a generare nel tempo risultati superiori al rendimento normale (è il cosiddetto extra profitto, sul quale si fonda, come vedremo nel paragrafo successivo, la nota grandezza economica dell'Avviamento): la sommatoria di tali due componenti, il capitale apportato dagli investitori ed il maggior valore dello stesso grazie agli extra profitti attesi, determina il cosiddetto valore economico del capitale investito. A conferma di questo, il detentore di un titolo azionario misura il proprio rendimento (complessivo) rapportando i dividendi e la variazione periodale di valore del titolo azionario al valore economico corrente dello stesso, e non al prezzo pagato (in un passato più o meno lontano) per acquistarlo;
- IV. la creazione di valore si alimenta pertanto di due componenti la cui somma sarà di qui in poi definita come *Creazione di Valore Integrata* (CVI):
1. il risultato corrente, in seguito denominato *Creazione di Valore Corrente* CVC, che rappresenta il risultato economico effettivamente realizzato attraverso la gestione caratteristica di esercizio: si tratta di una misura "parziale" di risultato<sup>8</sup> in quanto totalmente dipendente dalle vicende che hanno caratterizzato la gestione economica in una prospettiva di breve termine e che non dà evidenza dell'intensità e della qualità degli sforzi con cui l'impresa sta programmando il proprio futuro;
  2. il risultato strategico, in seguito identificato con il termine *Creazione di Valore Strategica* CVS, che rappresenta invece il risultato economico generato dal governo strategico dell'attività d'impresa in una prospettiva di medio-lungo termine: anch'esso è una misura "parziale" in quanto interamente riferibile alle *performance* programmate/attese per il futuro e,

---

<sup>8</sup> Tale misura si differenzia da un altro parametro variamente denominato in letteratura (extraprofitto, reddito residuale o *residual income*, *economic profit*, *economic value added*) in quanto, come si evidenzierà in seguito, è nettata della remunerazione anche dell'Avviamento, ossia del maggiore valore riconosciuto al capitale investito.

per tale ragione, caratterizzate dal fondarsi su dimensioni inevitabilmente volatili e soggettive.

Per le suddette ragioni di razionalità economica “... la creazione di valore non può non rappresentare il criterio-guida per orientare le proprie scelte di allocazione del capitale posseduto e la misura-chiave per apprezzare se e in che misura la *performance* economica relativa ad un certo periodo è risultata soddisfacente”<sup>9</sup>.

## **2.1. L'Avviamento**

Prima di indagare le determinanti delle due componenti, corrente e strategica, del risultato economico d'impresa è utile una sintetica premessa metodologica sulla natura dell'Avviamento.

In termini concettuali, come noto alla tradizione degli studi di Economia Aziendale<sup>10</sup>, il capitale investito in un'impresa vale in misura tanto maggiore (minore), e quindi si vede riconosciuto un Avviamento (*Goodwill*), o Disavviamento (*Badwill*), quanto più (meno):

- a. è consistente la sua attitudine a conseguire risultati superiori a quelli normalmente ottenibili in investimenti alternativi di pari rischio;
- b. è durevole l'orizzonte temporale rispetto al quale è atteso generare i suddetti “extra rendimenti”.

Altrettanto condiviso è il principio che tali extra rendimenti si possano conseguire “solo” grazie al possesso di un vantaggio competitivo e che gli stessi possano perdurare “solo” per la durata di quest'ultimo<sup>11</sup>. Ne consegue che

---

<sup>9</sup> Donna G. e Guelfi S., *Analisi della performance economica d'impresa: il modello della creazione di valore*, pubblicato in *Economia aziendale & Management: scritti in onore di Vittorio Coda*, a cura di Airoldi G., Brunetti G., Corbetta G. e Invernizzi G., editore EGEA, Milano, 2010.

in onore di Coda G., Università Bocconi, Milano, 2010.

<sup>10</sup> Guatri L., op. cit., 1990, pp. 183-223; Donna G., op.cit., 1999 e 2003; Rappaport A., Mauboussin M., *Expectations Investing*, Harvard Business School Press, 2001, Guatri L. e Bini M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005; Chiacchierini C., Perrone V., Perrini F., *i-Valuation*, Egea, Milano, 2008.

<sup>11</sup> Il principio alla base di tale impostazione, ben nota agli studiosi che si occupano dei risvolti economici della strategia (la cosiddetta *economics of strategy*), consiste nell'assumere che alla radice della capacità di creare valore ci deve essere una posizione di vantaggio competitivo, e che conseguentemente la capacità di creare valore di un'impresa ha un naturale limite temporale collegato alla potenziale durata del suo vantaggio competitivo. In merito, oltre agli autori citati alla precedente nota (39), si vedano anche Besanko D., Dranove D., Shanley M., *Economics of Strategy*, Wiley, NY, 2000 e Greenwald B., Kahn J., Sonkin P., Van Biema M., *Value Investing*, Wiley, NY, 2004.



l'Avviamento A è per definizione pari, in una prospettiva valutativa *asset side*<sup>12</sup>, alla somma degli extra redditi operativi (ERO)<sup>13</sup> futuri attesi per gli *n* anni corrispondenti ad una stima della durata del vantaggio competitivo (in letteratura definito come CAP, da *Competitive Advantage Period*), attualizzati al costo del capitale (Cm); in simboli:

$$A = \sum ERO_i / (1 + Cm)^n$$

Si ipotizzino i seguenti valori: capitale apportato dagli investitori (CINO<sup>14</sup>) pari a 1.000, risultato operativo lordo (Rol) di 200, aliquota fiscale societaria (t) pari al 40%, durata del vantaggio competitivo (CAP) di 5 anni, tasso di sviluppo atteso (g) nullo e costo del capitale (Cm) del 10%<sup>15</sup>. Il risultato operativo netto Ron, pari a 120 (Rol di 200 nettato del 40% di imposte), è superiore al rendimento normale atteso, che è pari a 100 (1.000 di CINO remunerato al 10% di Cm) per un extra reddito operativo (ERO) costante<sup>16</sup> pari a 20 che attualizzato per i 5 anni di CAP genera un Avviamento pari a 75,82. Questo importo, aggiunto al capitale apportato di 1.000, genera un valore economico dello stesso pari a 1.075,82.

---

<sup>12</sup> Il modello utilizzato per determinare il valore di Avviamento è riconducibile alla prospettiva valutativa cosiddetta *asset side* o *entity model* in alternativa alla prospettiva *equity side* o *equity model*. Per la prima prospettiva, l'Avviamento risulta dalla differenza tra il capitale apportato/investito nell'impresa (CINO) ed il valore economico dello stesso (VCINO) ed è pari alla sommatoria degli extra rendimenti operativi (differenziale rispetto al rendimento normale del capitale investito netto operativo espresso a valore corrente) opportunamente attualizzati (al costo medio ponderato del capitale). Per l'approccio *equity side*, l'Avviamento è pari alla differenza tra le risorse finanziarie apportate/investite dagli azionisti (PN) ed il valore economico delle stesse (VPN) ed è pari alla sommatoria degli extra rendimenti netti (differenziale rispetto al rendimento normale del patrimonio netto espresso a valore corrente) opportunamente attualizzati (al costo opportunità per gli azionisti). Le due prospettive conducono allo stesso risultato in termini di valore dell'Avviamento se i parametri delle formule di valutazione sono stati determinati con criteri coerenti.

<sup>13</sup> Si rinvia ad altre misure equivalenti quali l'*economic value added*, Bennet G. III, *The Quest for Value*, Harper Collins, New York, 1999, il reddito residuale (o residual income) di Guatri L., Bini M., op.cit., 2005, l'*economic profit*, Koller T., Goedhart M., Wessels D., *Valuation: Measuring and Managing The value of Companies*, University Edition, Wiley & Sons, Hoboken, 2010, o il *cash flow return on investment*, Bartley J.Madden, *Cash Flow ROI Valuation*, Butterworth Heinemann, Oxford, 1999.

<sup>14</sup> Per un approfondimento relativo alla determinazione del capitale investito netto operativo espresso a valori correnti si rinvia a Bennet G. III, op.cit.

<sup>15</sup> La formula utilizzata è, con gli opportuni accorgimenti, utilizzabile anche nell'ipotesi di perpetuità della creazione di valore corrente, attraverso la capitalizzazione della stessa all'opportuno costo del capitale.

<sup>16</sup> L'ipotesi assunta presume che l'extra rendimento abbia un valore positivo costante per un numero di anni pari alla durata del vantaggio competitivo per poi azzerarsi immediatamente a partire dall'anno (CAP+1). Naturalmente si possono utilizzare modelli più sofisticati che implicano un progressivo azzeramento nel tempo dell'extra rendimento: l'unica differenza è quella di utilizzare formule più complesse di quelle indicate.

Applicando la formula di sintesi di cui in precedenza, si evidenzia come l'extra reddito operativo e l'Avviamento siano pari a:

$$\text{ERO} = \text{ROL} \cdot (1-t) - \text{Cm} \cdot \text{CINO}$$

$$\text{ERO} = 200 \cdot (1-40,00\%) - 10\% \cdot 1.000 = 20$$

$$A = \sum \text{ERO}_i / (1 + \text{Cm})^{\text{CAP}}$$

$$A = 20 / (1,10) + 20 / (1,10)^2 + 20 / (1,10)^3 + 20 / (1,10)^4 + 20 / (1,10)^5 = 75,82$$

Vale ricordare che, nell'ipotesi spesso assunta nella pratica di perpetuità dell'extra reddito (e quindi del vantaggio competitivo che ne costituisce la ragione d'essere), l'Avviamento risulterebbe pari alla capitalizzazione dello stesso al costo del capitale (Cm). Si avrebbe cioè:

$$A = \text{ERO} / \text{Cm}$$

$$A = 20 / 10\% = 200$$

Espresso attraverso un algoritmo sintetico, il valore dell'Avviamento è pertanto pari al prodotto tra l'extra rendimento operativo al netto delle imposte e il coefficiente  $m^{17}$  di una rendita limitata<sup>18</sup>:

$$A = \text{CINO}_m \cdot [ \text{Roi} \cdot (1 - t) - \text{Cm} ] \cdot m$$

dove

$\text{CINO}_m$ = entità media del capitale investito netto operativo apportato dai finanziatori (azionisti, banche obbligazionisti, ecc.) dell'impresa;

Roi= rendimento (lordo imposte) *normale atteso*, rispetto all'entità del capitale investito netto operativo, che *mediamente* l'impresa è ritenuta in grado di generare, data la sua forza competitiva;

t= aliquota di imposizione fiscale societaria<sup>19</sup> che mediamente colpisce il reddito generato;

Cm= costo (al netto delle imposte societarie) medio ponderato del capitale correlato al grado di rischio dell'impresa, ossia il tasso di remunerazione mediamente richiesto dai finanziatori;

---

<sup>17</sup> L'utilizzo di tale moltiplicatore consente, come si vedrà negli esempi numerici seguenti, di rendere più spediti i calcoli.

<sup>18</sup> In relazione alla determinazione del CAP ed alla scomposizione del CAP in sottoperiodi ed ai relativi tassi di sviluppo, si rinvia a Damodaran A., *Investment Valuation*, Wiley, NY, 2004, Donna G., op. cit., 1999, 2007, Guelfi S., op.cit., 2005.

<sup>19</sup> In relazione alla distinzione tra imposte societarie ed imposte personali ed all'effetto rispetto alle misure di performance economica, si rinvia a Guelfi S., *Struttura finanziaria e valore d'impresa*, Guerini Editore, 1997.



- $m$ = moltiplicatore che lega  $A$  ed ERO, corrispondente al coefficiente di capitalizzazione di una rendita limitata e sintetizzabile nell'algoritmo  $m = \{1 - [(1 + g)/(1 + Cm)]^{CAP}\} / (Cm - g)$ ;
- $g$ = tasso medio annuo di crescita attesa con riferimento al periodo di durata del vantaggio competitivo CAP;
- CAP= durata del vantaggio competitivo (*competitive advantage period*) ossia orizzonte temporale nel quale il capitale investito è atteso rendere in misura superiore al proprio costo.

Applicando gli algoritmi richiamati, si evidenzia facilmente come il valore dell'Avviamento sia pari:

1. a 200 nell'ipotesi di perpetuità dell'extra reddito:

$$A = CINO_m \cdot [Roi \cdot (1 - t) - Cm] \cdot m$$

$$A = 1.000 \cdot [20\% \cdot (1 - 40\%) - 10\%] \cdot 10 = 200$$

essendo l'extra reddito (20) moltiplicato per un coefficiente  $m$  pari a 10;

2. a 75,82 nell'ipotesi di durata limitata del vantaggio competitivo:

$$A = 1.000 \cdot [20,00\% \cdot (1 - 40\%) - 10\%] \cdot 3,79$$

$$A = 20 \cdot 3,79 = 75,82$$

essendo l'extra reddito (20) moltiplicato per un coefficiente  $m$  pari a 3,79.

Il moltiplicatore  $m$  si riduce da 10 a 3,79 in quanto l'orizzonte temporale di capitalizzazione dell'extra reddito (e con esso la durata del vantaggio competitivo) si riduce da illimitato a 5 anni: è di particolare interesse come, a parità di altre condizioni, vi sia una relazione diretta e consistente tra la durata del vantaggio competitivo e il valore dell'Avviamento: al ridursi del primo si riduce il secondo (e viceversa).

## **2.2. La creazione di valore corrente**

Il primo passaggio di avvicinamento alla misura di *performance* economica completa, la creazione di valore integrata CVI, consiste nel nettare il risultato operativo del costo del capitale dei finanziatori, ossia della remunerazione che gli stessi avrebbero ottenuto impiegando il proprio capitale, espresso a valore economico corrente, in un'alternativa di investimento di rischio analogo.

In relazione alla determinazione di tale misura di *performance* corrente, si evidenzia il seguente percorso (per una semplice esemplificazione numerica, si veda la successiva Figura 1):

- I. si sottraggono dal fatturato (F) realizzato i relativi costi operativi (Cop), sostenuti per remunerare le risorse necessarie all'attività d'impresa, e si ottiene il risultato operativo lordo (Rol) che, nettato delle imposte di competenza, conduce al risultato operativo netto Ron (spesso in letteratura denominato con il termine Nopat, *net operating profit after taxes*). L'esempio numerico evidenzia un risultato operativo netto di 900:

$$\text{Ron} = (F - \text{Cop}) \cdot (1 - t) = (10.000 - 8.500) \cdot (1 - 40\%) = 900;$$

- II. si sottrae, quindi, il costo del fattore capitale, ossia la remunerazione attesa dai finanziatori quale premio sia per la rinuncia alla disponibilità del capitale sia per il rischio sostenuto dallo stesso. In particolare, il costo del capitale utilizzato è il costo medio ponderato del capitale (Cm, noto come Wacc, *weighted average cost of capital*<sup>20</sup>; o *hurdle rate*) ed è pari al costo di ogni

---

<sup>20</sup> In relazione al costo del capitale il riferimento è il *Capital Asset Pricing Model* e per un approfondimento si rinvia a Sharpe W.F., *Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*, *Journal of Finance*, 1964, 19(3), 425-442; J.Lintner, *The Valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budget*, *Review of Economics and Statistics* 47, 1965, 13-37; Mossin J., 1966, *Equilibrium in a Capital Asset Market*, *Econometrica* 34, 768-783; Roll R., 1977, *A Critique of the Asset's Pricing Theory's Tests: Part I*, *Journal of Financial Economics* 4, 129-176; Ross S.A., 1977, *The Capital Asset Pricing Model (CAPM), Short-sale Restrictions and Related Issues*, *Journal of Finance* 32(2), 177-190; Fama E. and French K., 1992, *The Cross-Section of Expected Stock Returns*, *Journal of Finance* 47(3), 427-465; Fama E. and MacBeth J., 1973, *Risk, Return and Equilibrium: Empirical Tests*, *Journal of Political Economy* 81, 115-146; Tobin J., 1958, *Liquidity Preference as Behaviour Towards Risk*, *Review of Economic Studies* 25. In estrema sintesi, il CAPM è un modello matematico della teoria di portafoglio (H.Markowitz, *Portfolio selection: efficient diversification of investments*, New York, 1959) e di equilibrio dei mercati finanziari, pubblicato per la prima volta da William Sharpe nel 1964 (Nobel per questo contributo nel 1990 insieme a H.Markowitz e M.M.Miller) e poi ripreso da diversi studiosi (J.Lintner e J.Mossin in particolar modo). Alla base del CAPM vi è la relazione che intercorre tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità (che nel modello viene misurata tramite un unico fattore di rischio detto "Beta Equity"  $\beta_e$ ): in particolare, per il CAPM l'investitore desidera ottenere dal proprio investimento un rendimento  $C_a$  che sia pari almeno al rendimento di un'attività cosiddetta "risk free"  $r_f$  più un "premio per il rischio"  $(r_m - r_f) \cdot \beta_e$ , differenziale tra il rendimento azionario medio di mercato  $r_m$  e il rendimento "risk free" moltiplicato per il coefficiente di rischio sistematico  $\beta_e$  dell'impresa, che renda congrua la remunerazione di un investimento più rischioso. In formule:  $C_a = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta_e$ , dove:

$$\beta_e \text{ impresa} = \text{cov}(r \text{ impresa} / r_m) / \text{var}(r_m)$$

A propria volta il  $\beta_e$  si compone del rischio operativo  $\beta_o$ , connesso alla volatilità dei risultati operativi, e del rischio finanziario  $\beta_f$ , connesso alla volatilità dei risultati

fonte di finanziamento ponderato per il rapporto tra la stessa e l'insieme di tutte le risorse finanziarie espresse a valore economico.

In relazione al costo medio ponderato del capitale ( $C_m$ ), ossia il tasso di remunerazione mediamente richiesto dai finanziatori, quest'ultimo origina dall'applicazione della seguente formula:

$$C_m = \frac{VPN_m}{VCINO_m} \cdot Ca + \frac{VPFN_m}{VCINO_m} \cdot Cd \cdot (1 - t_d)$$

dove:

- $VPN_m$  = valore medio del patrimonio netto apportato dagli azionisti;  
 $VCINO_m$  = valore medio del capitale investito netto operativo impiegati dagli azionisti e da terzi finanziatori;  
 $Ca$  = costo (al netto delle imposte) opportunità degli azionisti, correlato al grado di rischio dell'impresa (operativo o competitivo<sup>21</sup> e finanziario) dell'impresa;  
 $VPFN_m$  = valore medio della posizione finanziaria netta, di regola ipotizzabile equivalente ai mezzi mediamente apportati da terzi finanziatori a titolo di debito;  
 $Cd$  = costo del capitale di debito, pari al costo (al lordo delle imposte) della posizione finanziaria netta;  
 $t_d$  = aliquota di imposizione fiscale di deducibilità<sup>22</sup> degli oneri finanziari da debito finanziario;

Nell'esempio numerico il costo medio ponderato del capitale ( $C_m$ ) è ipotizzato pari al 6,75%.

In relazione al valore economico del capitale investito (VCINO) il passaggio distintivo risiede nella determinazione del valore dell'Avviamento (A), che in forza delle ipotesi di cui si dirà nel paragrafo successivo risulta pari a 2.157. In definitiva il costo del capitale è 146, cioè il 6,75% del valore del capitale investito di 8.307 (6.150 + 2.157);

- III. la differenza tra il risultato operativo netto e la remunerazione minima attesa dai terzi finanziatori di debito e dagli azionisti, calcolata rispetto al valore economico corrente del capitale apportato, determina la creazione di valore corrente CVC, pari, nell'esempio che ci accompagna, a 339<sup>23</sup>:

---

dell'impresa relativa alla scelte di struttura finanziaria. In termini sintetici, la formula che li lega, e per la quale si rinvia ai testi di cui in nota, è la seguente:

$$\beta_e = \beta_e \cdot [1 + (1 - t) \cdot \frac{VPFN}{VPN}]$$

<sup>21</sup> Guelfi S., op. cit., 2009.

<sup>22</sup> Si rinvia all'art. 96 del TUIR (Testo unico delle Imposte sui redditi).

<sup>23</sup> Nell'ipotesi in cui si fosse optato per remunerare il capitale investito al valore contabile dello stesso, ne sarebbe risultato un valore pari a 469,5 (900-7,00% • 6.150). Si evidenzia come il percorso prescelto di determinazione della CVC, fondato sulla remunerazione del valore economico corrente del capitale investito, si confermi di maggiore cautela.

$$CVC = Ron - Cm \cdot (CINO_m + A) = 900 - 6,75\% \cdot (6.150 + 2.157) = 339$$

**Figura 1 - Stato Patrimoniale con evidenza dell'Avviamento (A) e Conto Economico con evidenza della Creazione di Valore Corrente (CVC)**

| CONTO ECONOMICO<br>CON EVIDENZA DELLA CREAZIONE DI VALORE CORRENTE |        | STATO PATRIMONIALE<br>CON EVIDENZA DELL'AVVIAMENTO                                   |   |
|--|--------|--|---|
| F) Fatturato   | 10.000 | Valore<br>Capitale<br>Investito<br>Netto<br>Operativo<br>VCINO <sub>m</sub><br>8.307 | Avviamento<br>A 2.157                                     |
| Cop) Costi Operativi   | -8.500 |  | Patrimonio<br>Netto Medio<br>PN <sub>m</sub>              |
| Rol=F-Cop) Risultato Operativo Lordo                               | 1.500  |  | 3.150   |
| T=t•Rol) Imposte Operative di Competenza                           | -600   |  |   |
| Ron=Rol-T) Risultato Operativo Netto                               | 900    |  |   |
| Cc= Cm•CINO <sub>m</sub> ) Costo del Capitale                      | -415   |  |   |
| ERO= Ron-Cc) Extra Reddito Operativo                               | 485    | Posizione<br>Finanziaria<br>Netta Media<br>PFN <sub>m</sub> 3.000                    | Valore<br>Patrimoniale<br>Netto VPN <sub>m</sub><br>5.307 |
| CA= Cm•A) Costo del Capitale sull'Avviamento                       | -146   |  |   |
| CVC=Ron-Ofn-CPN <sub>m</sub> -CA) Creazione di Valore Corrente     | 339    |  |   |

La CVC realizzata è una misura di “*performance*” più completa del risultato operativo netto, in quanto incorpora due dimensioni aggiuntive: l'entità, e spessa a valore economico corrente, del capitale apportato dagli azionisti e, attraverso il tasso di rendimento minimo atteso dagli stessi, il grado di rischio, operativo e finanziario, al quale lo stesso è assoggettato per essere investito in una specifica impresa. Peraltro essa rimane, al pari del risultato netto contabile, una misura di “*performance*” parziale, in quanto non considera il risultato della gestione economica in una prospettiva di medio-lungo termine. Come ogni misura di Reddito residuale CVC è quindi una misura potenzialmente “miope” in quanto non espressiva dell'intensità e qualità degli sforzi con cui l'impresa sta alimentando il proprio futuro.

La rimozione della suddetta ragione di incompletezza conduce alla determinazione del secondo addendo necessario a completare il rendimento economico dell'attività operativa d'impresa: la CVS, oggetto di indagine del prossimo paragrafo.

### 2.3. La creazione di valore strategica

Come richiamato in precedenza, il principio della razionalità economica impone all'azionista di determinare il rendimento complessivo del proprio capitale investito non solo in funzione del risultato periodale realizzato, la CVC, ma anche valorizzando la consistenza e la qualità delle decisioni e delle azioni con cui l'impresa sta alimentando il proprio futuro. Con la creazione di valore strategica

CVS la *performance* economica si completa considerando la prospettiva di medio-lungo termine attraverso la variazione del valore di Avviamento (A). Si ha cioè:

$$CVS = A_1 - A_0$$

dove:

$A_1$  = valore economico dell'Avviamento al periodo uno

$A_0$  = valore economico dell'Avviamento al periodo zero

In relazione alla nostra esemplificazione numerica, la Tabella 1 evidenzia distintamente le variabili che conducono al valore di Avviamento all'inizio dell'esercizio, pari come si ricorderà a 2.157, e conseguentemente ad un valore del capitale investito  $VCINO_m$  pari a 8.307:

$$A_0 = (900 - 6,75\% \cdot 6.150) \cdot 4,448 = 2.157 \text{ o in alternativa}$$

$$A_0 = 6.150 \cdot [ 24,39\% \cdot (1 - 40,00\%) - 6,75\% ] \cdot 4,448 = 2.157$$

**Tabella 1 – Avviamento iniziale ( $A_0$ ) del periodo zero e relative variabili**

| Variabili   | Acronimo  | Valori |
|---|-----------|--------|
| Risultato operativo al lordo delle imposte                    | Rol       | 1.500  |
| Capitale Investito Netto Operativo Medio                      | $CINO_m$  | 6.150  |
| Rendimento operativo al lordo delle imposte vs $CINO_m$       | Roi       | 24,39% |
| Aliquota di imposizione fiscale societaria sul Rol            | t         | 40,00% |
| Costo medio ponderato del capitale                            | $Cm$      | 6,75%  |
| Durata del vantaggio competitivo                              | CAP       | 5 anni |
| Tasso di sviluppo atteso nel periodo di vantaggio competitivo | g         | 4,00%  |
| Avviamento  | A         | 2.157  |
| Valore Economico del Capitale Investito Netto Operativo medio | $VCINO_m$ | 8.307  |

Si supponga, per determinare CVS, che al termine dell'esercizio le variabili dell'Avviamento vengano stimate secondo quanto indicato nella Tabella 2. Applicando la formula dell'Avviamento di cui in precedenza si evidenzia un Valore Economico del Capitale Investito Netto Operativo medio pari a 9.750 ed un valore di Avviamento di 3.350 (pari alla differenza tra  $VCINO_m$  e  $CINO_m$ ):

$$A_1 = (990 - 6,00\% \cdot 6.400) \cdot 5,529 = 3.350 \text{ o in alternativa}$$

$$A_1 = 6.400 \cdot [ 25,78\% \cdot (1 - 40,00\%) - 6,00\% ] \cdot 5,529 = 3.350$$

**Tabella 2 – Avviamento finale ( $A_1$ ) del periodo uno e relative variabili**

| Variabili   | Acronimo           | Valori |
|---|--------------------|--------|
| Risultato operativo normale atteso al lordo delle imposte                       | Rol                | 1.650  |
| Capitale Investito Netto Operativo Medio  | CINO <sub>m</sub>  | 6.400  |
| Rendimento operativo normale atteso al lordo delle imposte vs CINO <sub>m</sub> | Roi                | 18,51% |
| Aliquota di imposizione fiscale societaria sul Rol                              | T                  | 40,00% |
| Costo medio ponderato del capitale atteso                                       | Cm                 | 6,00%  |
| Durata del vantaggio competitivo  | CAP                | 6 anni |
| Tasso di sviluppo atteso nel periodo di vantaggio competitivo                   | g                  | 5,00%  |
| Avviamento  | A                  | 3.350  |
| Valore Economico del Capitale Investito Netto Operativo medio                   | VCINO <sub>m</sub> | 9.750  |

In relazione alle componenti dell'Avviamento (Tabella 3), si rileva un miglioramento periodale dello *spread value* al 5,10% (rispetto al 4,64%), del coefficiente *m* a 5,529 (rispetto a 4,418) e dell'indice di Avviamento dell'impresa che si incrementa da 1,35 (8.307/6.150) a 1,52 (9.750/6.400) e ciò spiega la variazione positiva del valore di Avviamento tra l'epoca zero e l'epoca uno:

$$\Delta A = A_1 - A_0 = 3.350 - 2.157 = 1.193$$

**Tabella 3 – Componenti dell'Avviamento. Valori all'epoca zero ed all'epoca uno**

| Componenti dell'Avviamento           | Formula                                       | Valori Avviamento |         |
|--------------------------------------|---|-------------------|---------|
|                                      |   | Epoca 0           | Epoca 1 |
| <i>Spread value</i>                  | $Roi \cdot (1 - t) - Cm$                      | 7,88%             | 9,47%   |
| Coefficiente di una rendita limitata | $\{1 - [(1 + g)/(1 + Cm)]^{CAP}\} / (Cm - g)$ | 4,448             | 5,529   |
| Indice di Avviamento                 | $VCINO_m / CINO_m$                            | 1,35              | 1,52    |
| Avviamento                           | $(Ron - Cm \cdot VCINO_m) \cdot m$            | 2.157             | 3.350   |

Tale variazione di Avviamento di 1.193 corrisponde alla creazione di valore strategica CVS (Tabella 4) ed esprime il contributo al rendimento economico dell'attività d'impresa connesso alle future attese di benefici, a loro volta "frutto" della contestuale capacità competitiva dell'impresa sia di generare risultati nel presente sia di operare scelte coerenti con l'obiettivo di replicare/rafforzare i risultati attuali nel futuro.



**Tabella 4 - Creazione di Valore Strategica**

|  |              |
|--|--------------|
| $A_1 = (Ron_1 - VCINO_{m1}) \cdot Cm_1 \cdot m_1$ Avviamento Epoca 1 | 3.350        |
| $A_0 = (Ron_0 - VCINO_{m0}) \cdot Cm_0 \cdot m_0$ Avviamento Epoca 0 | 2.157        |
| $CVS = \Delta A = A_1 - A_0$ Creazione di Valore Strategica          | <b>1.193</b> |

#### 2.4. La creazione di valore integrata

La somma della CVC e della CVS consente di identificare la misura completa della *performance* economica generata, in un determinato esercizio, dall'attività d'impresa: la creazione di valore integrata (CVI) pari nell'esempio a 1.532 (Tabella 5).

**Tabella 5 - Creazione di Valore Integrata**

|   |              |
|---|--------------|
| CVC) Creazione di Valore Corrente                 | 339          |
| CVS) Creazione di Valore Strategica               | 1.193        |
| $CVI = CVC + CVS$ ) Creazione di Valore Integrata | <b>1.532</b> |

In particolare, la CVI<sup>24</sup>:

- a. identifica una misura di *performance* che miscela i due riferimenti temporali rispetto ai quali deve rispondere l'attività economica d'impresa: il breve termine, ossia l'esercizio amministrativo, ed il medio-lungo termine, vale a dire l'orizzonte temporale successivo al singolo esercizio;
- b. evidenzia la qualità dell'operato manageriale nel destreggiarsi tra due doveri professionali in potenziale antitesi<sup>25</sup>: da un lato quello di realizzare risultati nel presente che consentano all'impresa di operare autonomamente in condizioni di economicità; dall'altro quello di prendere decisioni ed impiegare risorse nel presente al fine di favorire la durata temporale delle suddette condizioni di autonomia ed economicità;

<sup>24</sup> Si rammenta e si conferma come, rispetto alla valutazione economica di una strategia d'impresa o dell'impresa stessa, la sommatoria delle creazioni di valore integrate attualizzate corrisponda esattamente alla sommatoria dei flussi di cassa operativi netti attualizzati. Per un approfondimento si rinvia a Guelfi S., *Decisioni ed azioni manageriali*, McGraw-Hill, 2005, pp. 310-315.

<sup>25</sup> Donna G. e Guelfi S., op.cit., EGEA, Milano, 2010, evidenziano come "per massimizzare la creazione di valore complessiva (CVI), l'impresa deve trovare il bilanciamento ottimale tra CVC e CVS, essendo noto che tra essi esiste un naturale antagonismo: CVC può essere esaltato sacrificando la semina per il futuro, così come CVS può essere incrementato allentando la tensione a ottimizzare il risultato di esercizio".

- c. include la congrua remunerazione del capitale in funzione del rischio d'impresa. Infatti una corretta misura di risultato economico richiede che anche il capitale di proprietà degli azionisti, espresso all'opportuno valore corrente, sia congruamente remunerato in funzione della volatilità alla quale sono assoggettati i risultati operativi dell'impresa;
- d. impone la comprensione delle determinanti della volatilità del risultato generato dall'attività d'impresa, sia nel breve e sia nel lungo termine, e, quindi, la loro programmazione e controllo: determinanti che consentono, insieme alle relazioni economico-finanziarie più classiche (fatturato, costi operativi, capitali investiti) di completare il quadro d'insieme degli ingredienti necessari a valutare compiutamente le strategie d'impresa (rischio e durata del vantaggio competitivo);
- e. evidenzia come entrambe le gestioni, sia quella corrente e sia quella strategica, creino valore economico se e nella misura in cui rispettivamente il risultato operativo netto  $R_{on}$  sia superiore al costo del capitale e la variazione dell'Avviamento  $\Delta A$  sia positivo: ciò significa, per definizione, che conseguire un risultato operativo netto inferiore al costo del capitale, nella gestione corrente, o ridurre il valore dell'Avviamento, nella gestione strategica, conduce a realizzare un risultato economico negativo, ossia a distruggere valore economico;
- f. consente di quantificare il rendimento economico dell'azionista (REA) rispetto al valore economico del proprio capitale investito. Tale rendimento è dato dal rapporto tra CVI (1.532) ed il valore economico del patrimonio netto ( $VPN_m = PN + A = 3.150 + 2.157 = 5.307$ ) ed è pari, nell'esemplificazione numerica, al 28,87% (Figura 2):

$$REA = CVI / VPN_m = 1.532 / 5.307 = 28,87\%$$

- g. consente di apprezzare il REA distinguendo la componente strategica (RES) da quella corrente (REC) e la relazione tra le stesse. In particolare, nell'esempio si ha (Figura 2):

$$RES = CVS / VPN_m = 1.193 / 5.307 = 22,48\%$$

$$REC = CVC / VPN_m = 339 / 5.307 = 6,39\%$$

La relazione tra le due creazioni di valore evidenzia, da un lato, l'attitudine a governare le prospettive di redditività future e, dall'altro, l'equilibrio tra tale attitudine e quella di realizzare una soddisfacente redditività anche nel presente. Si possono distinguere due indicatori di riferimento:

- g1. l'indice di strategicità del rendimento economico per l'azionista ISRA (Figura 2) indicato dalla formula seguente e pari a 0,78:  
 $ISRA = RES / REA = 22,48\% / 28,87\% = 0,78$

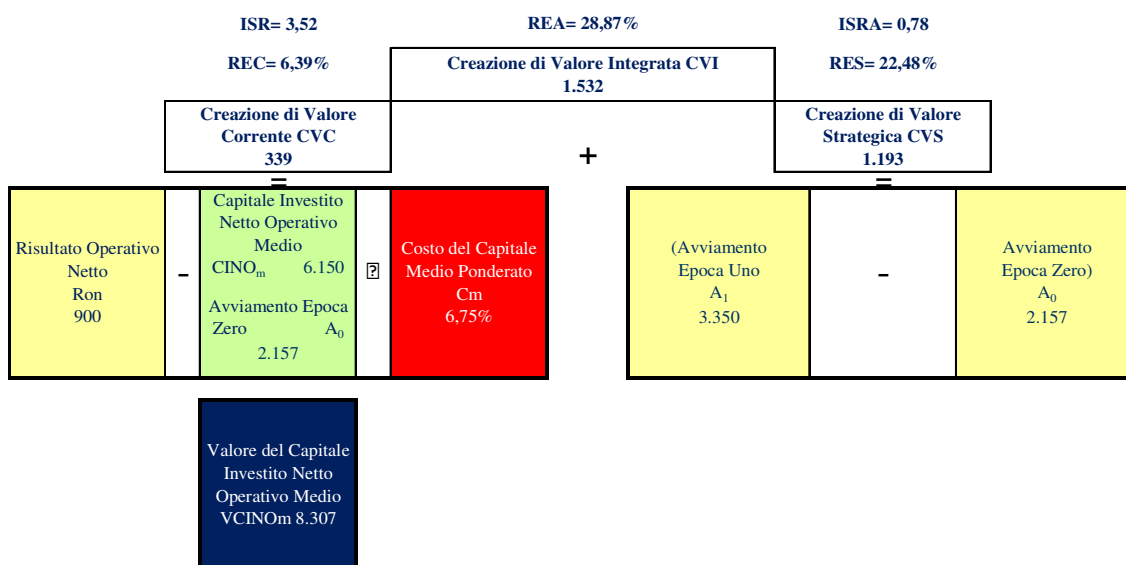
Quanto maggiore è l'incidenza del RES rispetto al REA e tanto è maggiore la focalizzazione dell'impresa verso il rendimento prospettico;

g2. l'indice di strategicità relativa ISR (Figura 2) espresso dalla formula seguente e pari a 3,52:

$$ISR = RES/REC = 22,48\% / 6,39\% = 3,52$$

Quanto maggiore è il rapporto tra RES e REC, tanto più intensa è l'attenzione dell'impresa al valore dell'Avviamento rispetto al risultato economico realizzato nel presente.

**Figura 2 – Dal modello della Creazione di Valore Integrata CVI al rendimento economico per l'azionista REA**



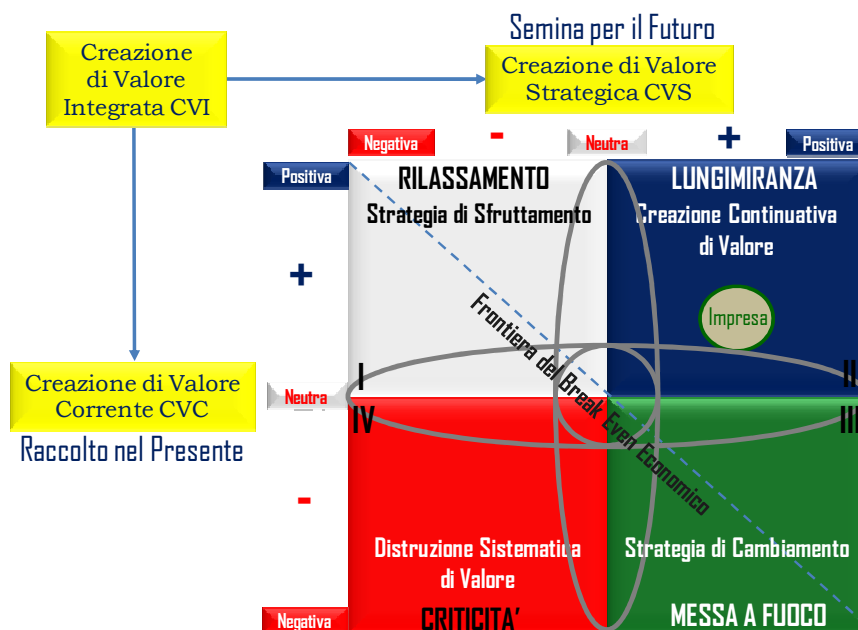
### 3. Le matrici di analisi della performance economica integrata

Il modello della creazione di valore integrata è efficacemente rappresentabile dalla Matrice della Performance Economica Integrata MPEI di cui alla Figura 3, che evidenzia sull'asse delle ordinate la CVC e sull'asse delle ascisse la CVS. Entrambe le misure di creazione di valore sono espresse in termini percentuali rispetto al valore del capitale investito netto operativo del periodo in essere. Il vario relazionarsi tra le due componenti, con segno positivo o negativo, della CVI è di immediata comprensione:

- i. la *performance* economica in termini di CVI risulta tanto migliore (peggiore) quanto più l'incrocio tra CVC e CVS si posiziona lontano dal centro della matrice nel secondo (quarto) quadrante;
- ii. la bisettrice che taglia diagonalmente la matrice attraversando il primo e il terzo quadrante rappresenta la *frontiera del break-even economico* (CVI=0);
- iii. le imprese (o i *business* di un'impresa) che si posizionano nel secondo quadrante (etichettabile come l'area della Lungimiranza) dimostrano di creare valore in una prospettiva sia di breve che di medio-lungo termine (il caso dell'impresa della nostra esemplificazione numerica): tali imprese realizzano risultati economici nel presente (CVC>zero) ed operano per renderli ripetibili nel tempo (CVS>zero) e per tale via si posizionano in un'area di creazione di valore continuativa;
- iv. al contrario le imprese che stazionano nel quarto quadrante si caratterizzano per una distruzione sistematica di valore in quanto sono negative sia la CVC e sia la CVS. E' il quadrante della Criticità, dove il rischio più rilevante per le imprese è quello di essere risucchiate in un processo di avvistamento negativo: non si raccoglie e quindi non si semina e, quindi, si tende a raccogliere ancora meno e, quindi, ... che non può che condurre, a meno che non siano immessi nuovi capitali, al fallimento competitivo e finanziario;
- v. nel primo quadrante si vengono a trovare le imprese (o *business*) che ad una creazione di valore positiva di breve termine associano una distruzione di valore a livello strategico, come effetto di una strategia di sfruttamento o di un atteggiamento imprenditorialmente miope. E' un quadrante definibile di Rilassamento, dove occorre distinguere se le imprese vi giungono dopo anni di lungimiranza (ed allora può essere semplicemente una sosta prima di ripartire), o se invece vi permangono per più anni (ed allora il rischio di scivolare nella criticità del IV° quadrante può essere molto elevato);
- vi. il terzo quadrante contiene le imprese che affiancano ad una gestione corrente economicamente negativa (probabilmente frutto di una semina nel passato non così incisiva e proficua o di un'attività in fase di *start-up* o di un nuovo modello di *business*) una focalizzazione al medio-lungo termine: sono imprese in piena messa a fuoco consapevoli che ritornare a creare valore nel presente implica la necessità di operare per il futuro attraverso una strategia di cambiamento (impennata, per esempio, su innovazione di prodotto e/o di processo e/o di competenze e/o di segmentazione dei clienti/fornitori).

Generalmente tale quadrante, così come quello del rilassamento, è di passaggio: le imprese non possono permettersi di rilassarsi per molto tempo (pena l'ingresso nell'area della criticità e della relativa distruzione sistematica di valore) o di cambiare continuamente le proprie strategie/modelli di *business* (pena le possibili tensioni finanziarie derivanti sia dal replicarsi degli investimenti necessari a sostenere il cambiamento sia dall'assenza di risultati che possano contribuire all'autofinanziamento).

**Figura 3 – Matrice della Performance Economica Integrata**



Sempre con riferimento alla Figura 3 è interessante osservare come:

- I. quanto più le imprese si posizionano vicino all'origine degli assi ed all'interno del cerchio in grigio scuro, tanto maggiore è la loro probabilità di cambiare quadrante (in positivo se operano in modo efficace ed efficiente, in negativo se non modificano il loro approccio strategico) e questo quanto più, nel primo caso, i competitori sono inerziali/deboli e, nel secondo caso, i concorrenti sono proattivi/forti;
- II. quanto più le imprese si posizionano all'interno dell'ellissi orizzontale (sempre in grigio scuro), tanto più è la componente strategica della creazione di valore ad essere interessata, in positivo o in negativo, dalle scelte dell'impresa;
- III. quanto più le imprese sono comprese all'interno dell'ellissi verticale, tanto più è la CVC, e quindi il breve termine, a costituire il focus delle scelte d'impresa;
- IV. analizzando un orizzonte pluriennale si riveli di particolare utilità indagare la sequenza temporale dei quattro quadranti strategici: da quale quadrante è partita l'impresa? e per arrivare in quale quadrante? ed attraverso quale

percorso? Il differente succedersi dei quadranti strategici è un indice prezioso della volontà e della capacità strategica di un'impresa (e del settore di appartenenza della stessa).

Vi è una considerazione di particolare rilevanza connessa alla logica della creazione di valore integrata ed evidenziata dalla MPEI: l'attività economica d'impresa non può essere valutata solo da una misura di breve respiro come la CVC e questo per due ragioni:

- a. innanzitutto perché è assolutamente possibile che la CVS sia deficitaria per un importo così consistente da condurre ad una CVI negativa: si pensi all'ipotesi di una CVC positiva per + 100 e ad una CVS negativa per -280: ne consegue una CVI negativa per -180. Ciò implica che limitarsi a considerare la CVC significa non valutare compiutamente la *performance* economica periodale dell'attività d'impresa e, quindi, "sbagliare le valutazioni";
- b. in secondo luogo, la massimizzazione della CVC, indipendentemente dalle modalità con le quali la si ottiene e dagli effetti sulle creazioni di valore future attese, può penalizzare la CVS sino a condurre ad una CVI negativa: si pensi all'ipotesi di una scelta manageriale che, tesa a massimizzare la CVC, incrementi CVC di +20 e, per gli effetti riduttivi sulle future possibilità di sviluppo, sulla durata del vantaggio competitivo, sul livello di capacità competitiva e sul risultato netto, riduca CVS di -80: ne consegue una CVI negativa per -60. Ciò implica che massimizzare il risultato nel breve termine "a tutti i costi" significa non valutare compiutamente la *performance* economica periodale dell'attività d'impresa e ancora una volta, quindi, "sbagliare i conti".

Le suddette ragioni riconfermano come l'elemento distintivo della logica della CVI quale misura completa di misurazione delle *performance* d'impresa sia quello di rendere visibili gli effetti delle scelte manageriali sia sul breve termine sia sul medio-lungo termine e per tale via costringere a porre in relazione equilibrata l'economicità dell'attività d'impresa con la continuità della stessa.

Una seconda Matrice (Figura 4), denominata di Migrazione della *Performance* Economica Integrata MMPEI, evidenzia, rispetto ad un determinato arco temporale, i passaggi tra ogni singolo quadrante e gli altri<sup>26</sup>. Tale matrice di migrazione consente da un lato di apprezzare (anche con buona immediatezza visiva) lo stato di salute competitiva di un settore economico, sia in essere sia in divenire, e dall'altro di identificare, sia per ogni singola impresa sia per il settore nel suo complesso e attraverso un'opportuna analisi degli scostamenti elementari, i razionali che caratterizzano la lungimiranza da quelli che conducono alla criticità. Ne consegue la possibilità di comprendere appieno quali siano le strategie di ogni impresa, i punti di forza e di debolezza e le relative priorità, e di

---

<sup>26</sup> Vi sono ulteriori matrici di analisi degli scostamenti che consentono di indagare, in direzione ed intensità, le ragioni sottostanti dei suddetti passaggi da un quadrante all'altro della matrice di migrazione in oggetto. Si rinvia a Guelfi S., *La misurazione delle performance economiche d'impresa. Creazione di valore integrata e processi decisionali*, in corso di pubblicazione, Giappichelli Editore.



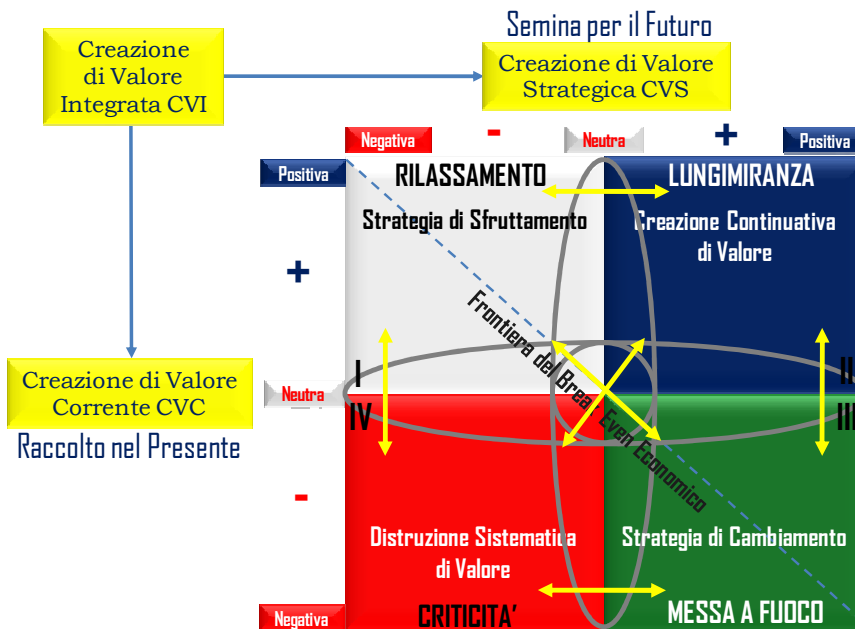
come le stesse si stiano o meno perseguendo (il tema è quello fondamentale e critico della realizzazione delle strategie). Informazioni, queste ultime, di particolare rilevanza nella sfida competitiva e per il più consapevole disegno delle scelte strategiche dell'impresa.

Tali migrazioni consentono di apprezzare:

- a. quante e quali imprese abbiano mantenuto (e per quanto tempo) il proprio posizionamento, preservando la loro lungimiranza o non riuscendo a sottrarsi alla criticità o permanendo in una fase di cambiamento strategico (quadrante della messa a fuoco) piuttosto che di rilassamento competitivo;
- b. dove e con quale intensità siano migrate le imprese che hanno modificato la propria relazione tra CVC e CVS. E' di particolare interesse indagare le possibili combinazioni e tra queste distinguere:
  - i. quante e quali imprese lungimiranti abbiano saputo preservare tale condizione o si siano concesse, e dopo quanto tempo, una fase di rilassamento o siano precipitate, e per quali eventi, direttamente nel quadrante della criticità od abbiano optato, nonostante l'elevato livello di competitività, per un cambiamento strategico;
  - ii. quante e quali imprese in una condizione di criticità siano riuscite a riconquistare la CVC (in attesa di riprendere la semina per il futuro) o abbiano optato, entrando nel quadrante della messa a fuoco, per una strategia di cambiamento o abbiano conquistato direttamente la lungimiranza;
  - iii. quante e quali imprese, da una precedente fase di messa a fuoco, siano riuscite a realizzare una strategia di cambiamento vincente e conquistato la lungimiranza o, viceversa, siano state risucchiate dalla criticità o siano approdate alla sola creazione di valore corrente;
  - iv. quante e quali imprese provenienti da una strategia di sfruttamento abbiano saputo sottrarsi al rilassamento e riconquistare la lungimiranza o viceversa abbiano consumato il proprio vantaggio competitivo nella criticità o abbiano deciso per una riconfigurazione delle proprie strategie.

Di particolare interesse sono i saldi in entrata ed in uscita, con riferimento ad un certo periodo, tra i quattro quadranti strategici: per esempio quante e quali imprese in messa a fuoco non sono riuscite, attivando una distruzione sistematica di valore, ad elaborare un strategia vincente e quante e quali imprese in area critica sono riuscite invece a canalizzare nuove energie verso una strategia di cambiamento, ecc. ecc.

**Figura 4 – Matrice di Migrazione della Performance Economica Integrata**



Come si vedrà meglio attraverso il caso presentato di seguito, le suddette matrici rivelano la propria utilità applicativa per almeno tre ordini di obiettivi:

- l'analisi delle dinamiche di settore nel suo insieme, consentendo di identificare la distribuzione (puntuale ed in divenire) delle imprese nei quattro quadranti strategici ed il conseguente stato di salute del settore;
- l'autodiagnosi di una singola impresa con relativa comprensione dei razionali economico/finanziari (risultato operativo netto e capitale investito netto operativo) e competitivi (rischio e durata del vantaggio competitivo) che determinano il quadrante strategico di appartenenza ed il relativo percorso nel tempo;
- l'analisi competitiva dell'impresa rispetto ai propri competitori e delle determinanti che ne qualificano il relativo posizionamento competitivo.

#### **4. I Distributori della filiera dell'Independent After Market Auto in Italia. La creazione di valore corrente e strategico per il triennio 2008-2010**

Il modello CVI costituisce uno dei risultati del gruppo di ricerca Rischio Competitivo e Valore d'Impresa del Politecnico di Torino la cui missione è

sviluppare modelli e metriche di misurazione delle *performance* economiche d'impresa. In relazione a tale ambito di ricerca scientifica è operativo da quasi 2 anni un Osservatorio di Mercato relativo alla filiera Independent After Market Italia Auto che analizza costantemente più di 3.500 società di capitali, ha più di 100 contratti attivi con le primarie imprese del settore, si concretizza in libri ed articoli scientifici e divulgativi, genera più di trenta tesi per ogni anno accademico e finanzia interamente da due anni due assegnisti di ricerca.

Con l'obiettivo di applicare e valutare la fattibilità del modello della creazione di valore integrata, si è analizzato il campione dei Distributori (puri<sup>27</sup> e società di capitali) della filiera dell'*Independent After Market Auto* in Italia (Figura 5) per il periodo 2008-2010. In particolare, il campione di analisi comprende 160 imprese (su un totale di 180, in relazione alla disponibilità ed all'omogeneità dei dati per l'intero arco temporale oggetto di analisi), pari a circa il 98% del valore della produzione globale.

**Figura 5 – Filiera Distributiva Independent After Market Auto Italia**



Con l'obiettivo di rendere più puntuale l'interpretazione dei risultati dell'applicazione del modello CVI sul suddetto Campione, si ritiene utile

<sup>27</sup> Sono esclusi, quindi, tutti i Distributori, operanti nell'*Independent After Market Auto*, che affiancano all'attività distributiva anche l'attività produttiva, diretta od indiretta che sia, e tutti i Distributori che operino anche nell'*Independent After Market* carro, macchine agricole, macchine movimento terra, macchine industriali, motociclette, motori, motori marini e motoveicoli e carrozzeria. In particolare, il campione analizzato riguarda i Distributori dell'*Independent After Market IAM* per il triennio 2008-2010 relativamente all'autoveicolo, ossia operatori non dipendenti dalle Case Produttrici interessati alla commercializzazione di ricambi, accessori ed attrezzature per la riparazione, la manutenzione ed ogni altra attività connessa di autoveicoli.

evidenziare le modalità operative con le quali è stata condotta l'indagine ed alcune delle assunzioni metodologiche più significative.

In particolare, si possono distinguere i seguenti passaggi:

- a. identificazione delle società di capitali qualificabili come Distributori puri della filiera IAM Auto Italia: in tale fase sono stati coinvolti anche alcuni tra i principali produttori di componenti auto che riforniscono i suddetti Distributori di cui sono stati anche visionati i codici Istat ed Atec (che più volte si sono rivelati datati rispetto all'evoluzione operativa delle imprese);
- b. raccolta delle informazioni pubbliche (bilanci d'esercizio 2006-2010, visure camerali, atti costitutivi, composizioni societarie, partecipazioni societarie, pubblicazioni su riviste specializzate del settore);
- c. erogazione e condivisione, con le Direzioni Aziendali degli 80 Distributori più rappresentativi in termini di valore della produzione, di 6 questionari<sup>28</sup> focalizzati alla raccolta delle informazioni necessarie alla definizione delle variabili guida della creazione di valore integrata. In particolare, i suddetti questionari hanno indagato il contesto competitivo clienti-fornitori-competitori, il sistema delle relazioni prezzi-costi-volumi, il sistema delle competenze e dei processi operativi interni, il sistema delle relazioni di *governance* dell'impresa ed il piano strategico triennale<sup>29</sup>;
- d. i dati e le informazioni raccolte di cui ai punti b) e c) sono stati utilizzati per alimentare 3 modelli volti a determinare il coefficiente di rischio operativo  $\beta$  (essenziale per la determinazione del costo opportunità degli azionisti), la durata del vantaggio competitivo CAP ed il tasso di sviluppo  $g$  dell'impresa. In relazione a tali 3 modelli si è optato, in virtù del fatto che nessuna delle imprese del campione è quotata in Borsa, per un percorso di tipo *bottom up*<sup>30</sup>, basato sulle determinanti competitive fondamentali che, da un lato, rendono più o meno esposto a volatilità il rendimento operativo e che, dall'altro, orientano la durata del vantaggio competitivo e del tasso di sviluppo atteso. I modelli<sup>31</sup> utilizzati, il cui impianto logico è sintetizzato nelle tabelle 6, 7 e 8, sono stati assoggettati a tarature progressive ricercando, in particolare per

---

<sup>28</sup> I 6 questionari sono stati distribuiti oltre che all'Amministratore Delegato, alle singole Direzioni dell'impresa: Finanza e Controllo, Marketing e Vendite, Logistica, Acquisti, Personale, Sistemi Informativi.

<sup>29</sup> I dati e le informazioni in oggetto sono stati acquisiti in qualità di dati sensibili e, quindi, con l'obbligo di riservatezza.

<sup>30</sup> Si veda Donna G., op.cit., 1999, pp.148-152, ed in particolare il modello di stima del  $\beta$  empirico che "richiede di apprezzare la rischiosità operativa dell'impresa (o di un'area strategica d'affari) attraverso l'organica valutazione delle variabili che rendono più o meno esposta a volatilità e incertezza (di tipo sistematico) la redditività attesa futura". Si vedano anche Damodaran A., op.cit., 2006, pp. 117-120 e Brealey R.A. – Myers S.C., op.cit., 2003, pp. 223-224.

<sup>31</sup> Il modello di determinazione del coefficiente di rischio operativo (competitivo) sotteso al rendimento minimo atteso dagli azionisti ( $C_a$ ) così come il modello di determinazione della durata del vantaggio competitivo CAP ed il modello di identificazione del tasso di sviluppo atteso sono elaborati dal Gruppo di Ricerca Rischio Competitivo e Valore d'Impresa del Politecnico di Torino, [www.rischiovalore.polito.it](http://www.rischiovalore.polito.it).

ognuna delle determinanti fondamentali del coefficiente di rischio sistematico operativo, ponderazioni e valori che ne rendessero coerenti i risultati con i  $\beta$  cosiddetti di natura statistica<sup>32</sup> espressi dai mercati finanziari.

**Tabella 6 - Modello *Operating Risk Drivers* (Gruppo di Ricerca Rischio Competitivo e Valore d'Impresa, Politecnico di Torino) di Determinazione del Coefficiente di Rischio Operativo Sistematico  $\beta_o$  dell'Impresa Alfa**

| Modello di Determinazione del Coefficiente di Rischio Operativo $\beta_o$ dell'Impresa Alfa (si distinguono 5 categorie di rischio operativo caratterizzate da una serie di variabili guida, <i>risk drivers</i> ) <sup>33</sup> |  |   |   |
|--|--|---|---|
| Categorie di Rischio identificate  | Variabili guida del rischio operativo ( <i>risk drivers</i> )  | Relazione rispetto alla direzione ed intensità del rischio operativo  | Valutazione del Campione dei 160 Distributori (su scala pentenaria con impatto alto, medio-alto, medio, medio-basso, basso) |
| 1. Rischio Macro Economico   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Grado di discontinuità politica, economica, sociale e tecnologica (noto come modello PEST, <i>political economic social technological</i>)</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Diretta</li> </ul>   | Il contributo alla volatilità dei risultati operativi è valutato <u>basso</u>   |
| 2. Rischio di Contesto Competitivo   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Livello di indipendenza dal ciclo economico;</li> <li>• Grado di globalizzazione;</li> <li>• Livello di attrattività:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- profittabilità media dei competitori</li> <li>- tasso di sviluppo del settore</li> <li>- pressione competitiva</li> </ul> </li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Indiretta</li> <li>• Indiretta</li> <li>• Indiretta</li> <li>• Indiretta</li> <li>• Diretta</li> </ul> | Il contributo alla volatilità dei risultati operativi è valutato <u>medio</u>   |
| 3. Rischio Strategico  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Grado di aggressività (sviluppo investimenti e fatturato);</li> <li>• Livello di cambiamento del modello di business (mix clienti, prodotti, fornitori, processi);</li> <li>• Livello di cambiamento del posizionamento competitivo (struttura dei prezzi di vendita, quota di mercato, struttura dei costi operativi);</li> <li>• Livello di sensibilità del margine ai volumi;</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Diretta</li> <li>• Diretta</li> <li>• Diretta</li> </ul>   | Il contributo alla volatilità dei risultati operativi è valutato <u>medio-alto</u>  |

<sup>32</sup> Si rinvia alla nota precedente 23.

<sup>33</sup> Per ognuna delle cinque categorie di rischio, il cui peso è stato opportunamente ponderato grazie ad un'analisi di sensitività ad hoc, si sono identificati dei coerenti indicatori chiave di rischio (*risk kpis*), degli opportuni intervalli (*range*) su scala pentenaria di appartenenza dell'indicatore chiave ai quali è stato attribuito, con baricentro pari a quello medio di mercato 1,00, un punteggio in termini di contributo al coefficiente di rischio sistematico d'impresa  $\beta_e$ . Il punteggio risultante è stato, quindi, depurato della componente di rischiosità finanziaria media di mercato, valutata pari a 0,15, e si è ottenuto il coefficiente di rischio sistematico operativo  $\beta_o$ .

|  |   |  |  |
|--|---|--|--|
|  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Grado di consistenza del vantaggio competitivo;</li> <li>• Livello di dominio dei processi interni e delle risorse<sup>34</sup>;</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Diretta</li> <li>• Indiretta</li> <li>• Indiretta</li> </ul>  |  |
| 4. Rischio Strutturale   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Leva operativa;</li> <li>• Grado di concentrazione dei clienti, dei fornitori, dei prodotti;</li> <li>• Livello di penetrazione (<i>customer share</i>) presso i clienti strategici ed i fornitori strategici;</li> <li>• Livello di distanza dalla dimensione minima critica;</li> <li>• Qualità della vocazione finanziaria (a generare flussi di cassa operativi netti);</li> <li>• Livello di valore aggiunto;</li> <li>• Livello di marginalità operativa;</li> <li>• Valore collaterale dei beni immobili di proprietà;</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Diretta</li> <li>• Diretta</li> <li>• Indiretta</li> <li>• Diretta</li> <li>• Indiretta</li> <li>• Indiretta</li> <li>• Indiretta</li> <li>• Indiretta</li> </ul> | Il contributo alla volatilità dei risultati operativi è valutato <u>medio-alto</u> |
| 5. Rischio di Governance   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Quota azionaria a disposizione del mercato;</li> <li>• Quota di capitale sociale soggetta a patti parasociali;</li> <li>• Percentuale di azioni di un singolo azionista;</li> <li>• Grado di indipendenza dell'Amministratore Delegato dalla Proprietà;</li> <li>• Livello di indipendenza del controllo di gestione dall'Amministratore Delegato e dalla Proprietà;</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Indiretta</li> <li>• Diretta</li> <li>• Diretta</li> <li>• Indiretta</li> <li>• Indiretta</li> </ul>  | Il contributo alla volatilità dei risultati operativi è valutato <u>alto</u>       |
| <p>Quanto maggiore è il contributo di rischio di ognuna delle suddette 5 categorie e tanto maggiore è il rischio operativo d'impresa <math>\beta_o</math> e, quindi, il costo opportunità per gli azionisti e, quindi, il costo del capitale per l'impresa</p> |   |  |  |

<sup>34</sup> In relazione ai processi (acquisto, *operations*, promozione e marketing, vendita, distribuzione, post vendita, innovazione, amministrazione finanza e controllo, governo risorse umane, gestione sistemi informativi, relazioni esterne ed istituzionali, ecc.) e alle risorse (persone, relazioni, organizzazione, capitale tangibile ed intangibile, capitale finanziario, ecc.) viene espressa una valutazione in termini di rilevanza, qualità relativa e livello di aleatorietà degli stessi.



**Tabella 7 - Modello CA(D)P Drivers (Gruppo di Ricerca Rischio Competitivo e Valore d'Impresa, Politecnico di Torino) di Determinazione della Durata del (S)Vantaggio Competitivo C(D)AP dell'Impresa Alfa**

| Modello di Determinazione della Durata del (S)Vantaggio Competitivo C(D)AP dell'Impresa Alfa (si distinguono 2 sistemi di variabili guida della durata del vantaggio competitivo caratterizzati da una serie di variabili guida, <i>cap drivers</i> ) |   |  |   |
|---|---|--|---|
| Sistemi di Variabili Identificate   | Variabili guida della Durata del Vantaggio Competitivo ( <i>cap drivers</i> )   | Relazione rispetto alla direzione ed intensità della durata del vantaggio competitivo                                    | Valutazione del Campione dei 160 Distributori   |
| 1. Qualità del Business   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Tasso di sviluppo atteso della domanda<sup>35</sup>;</li> <li>• Livello di pressione competitiva<sup>36</sup>;</li> <li>• Grado di discontinuità del sistema competitivo (si rinvia al modello PEST di cui alla Tabella 6);</li> <li>• Livello di profittabilità medio degli operatori;</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Diretta</li> <li>• Indiretta</li> <li>• Indiretta</li> <li>• Diretta</li> </ul> | Ognuna delle 4 variabili identificate contribuisce a definire un punteggio compreso in un intervallo con valore minimo 1 e valore massimo 10. Il Campione analizzato evidenzia un punteggio oscillante tra 4 (2009) e 6 (nel 2008 e nel 2010).  |
| 2. Qualità del Profitto   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Tasso di rendimento del valore della produzione (<i>return on sales</i>);</li> <li>• Tasso di produttività del capitale investito espresso a valori</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Diretta</li> <li>• Diretta</li> </ul>   | Il rapporto tra il rendimento del capitale investito (espresso a valori correnti e quindi inclusivo dell'Avviamento) e il costo del capitale (funzione del coefficiente di rischio sistematico operativo, del premio medio per il rischio e del <i>risk free rate</i> ) è valutato in relazione al segno, positivo o negativo, e all'intensità dello stesso, e si riferisce a 6 possibili intervalli. Il Campione analizzato evidenzia un rapporto pari a 0,92 (2008), 0,99 |

<sup>35</sup> Tale valore è derivato dalla media delle 6 valutazioni espresse dalla Direzione Aziendale e del tasso di crescita medio composto (*compound average growth rate*) del valore della produzione del settore nell'ultimo quinquennio.

<sup>36</sup> In relazione alla misurazione della pressione competitiva si è utilizzato, sempre con riferimento alle 6 valutazioni espresse dalla Direzione Aziendale, il modello delle 5 forze di M.Porter (*Competitive strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, The Free Press, New York, 1980), potere negoziale dei clienti e dei fornitori, livello di aggressività e qualità delle risorse dei competitori, probabilità e relativo impatto rispetto all'introduzione di prodotti sostitutivi, all'entrata di nuovi operatori. Tale modello è stato ulteriormente arricchito di due forze competitive: i produttori di beni complementari e le agenzie governative/enti regolatori/stato.

|   |  |   |                              |
|---|--|---|------------------------------|
|   | <p>correnti (<i>net asset turnover</i>);</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Coefficiente di rischio sistematico operativo (<math>\beta_0</math>);</li> <li>• Premio medio per il rischio riconosciuto dai mercati finanziari (<math>P_m</math>);</li> <li>• Tasso di rendimento degli investimenti cosiddetti privi di rischio (<math>R_f</math>, <i>risk free rate</i>);</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Indiretta</li> <li>• Indiretta</li> <li>• Indiretta</li> </ul> | <p>(2009) e 1,13 (2010).</p> |
| <p>Quanto maggiori (minori) sono la qualità del <i>business</i> e la qualità del profitto, ossia il rapporto tra il rendimento ed il costo del capitale, e tanto maggiore (minore) è la durata del (s)vantaggio competitivo: quest'ultima origina da una matrice che riporta sugli assi rispettivamente i valori delle suddette due variabili guida e al punto d'incontro corrisponde un determinato CAP (o CDP, <i>competitive disadvantage period</i>): l'intervallo di oscillazione della durata del vantaggio (svantaggio) competitivo è compreso tra 0,11 (-0,11) e 21 (-21) anni<sup>37</sup></p> |  |   |                              |

<sup>37</sup> Per un approfondimento sul modello di determinazione del CAP in oggetto si rinvia a Guelfi S., op. cit., in corso di pubblicazione e a Donna G., *L'impresa multi business*, Università Bocconi Editore, Milano, 2003, e a Guelfi S., op. cit., 2005.

**Tabella 8 - Modello *Growth Rate Drivers* (Gruppo di Ricerca Rischio Competitivo e Valore d'Impresa, Politecnico di Torino) di Determinazione del Tasso di Sviluppo Atteso g della CVC dell'Impresa Alfa**

| Modello di Determinazione del Tasso di Sviluppo Atteso g della Creazione di Valore Corrente dell'Impresa Alfa (si distinguono 5 sistemi di variabili guida del tasso di sviluppo atteso della CVC caratterizzati da una serie di variabili guida, <i>growth drivers</i> ) |   |  |   |
|---|---|--|---|
| Sistemi di Variabili Identificate   | Variabili guida della del Tasso di Sviluppo Atteso della CVC ( <i>growth drivers</i> )  | Relazione rispetto alla direzione ed intensità del tasso di sviluppo atteso                                  | Valutazione del Campione dei 160 Distributori (su scala pentenaria con impatto alto, medio-alto, medio, medio-basso, basso) |
| 1. Contesto Macro Economico   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Tasso inflativo medio normalizzato (del periodo 2001-2010);</li> <li>Qualità del contesto macro economico (da analisi PEST di cui già alla Tabella 6);</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Diretta</li> <li>Diretta</li> </ul>                                   | Pari al 2,00%<br><br>Il contributo al tasso di sviluppo della CVC è valutato <u>medio-alto</u>                              |
| 2. Contesto Competitivo   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Tasso di sviluppo atteso della domanda (si rinvia alla nota 44);</li> <li>Intensità della pressione competitiva (di cui già alla Tabella 7);</li> <li>Qualità della <i>governance</i> delle imprese (di cui già alle Tabelle 6 e 7);</li> </ul>              | <ul style="list-style-type: none"> <li>Diretta</li> <li>Indiretta</li> <li>Diretta</li> </ul>                | Pari al 3,75% annuo<br><br>Il contributo al tasso di sviluppo della CVC è valutato <u>basso</u>                             |
| 3. Profitabilità  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Livello di profitabilità puntuale (di cui già alla Tabella 7);</li> <li>Livello di profitabilità tendenziale (di cui già alla Tabella 7);</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Diretta</li> <li>Diretta</li> </ul>                                   | Il contributo al tasso di sviluppo della CVC è valutato <u>medio</u>  |
| 4. Forza Competitiva  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Livello di dominio dei processi (di cui già alla Tabella 6);</li> <li>Livello di dominio delle risorse (di cui già alla Tabella 6);</li> <li>Percentuale di fatturato realizzato con clienti/fornitori strategici (di cui già alla Tabella 6);</li> </ul>    | <ul style="list-style-type: none"> <li>Diretta</li> <li>Diretta</li> <li>Diretta</li> </ul>                  | Il contributo al tasso di sviluppo della CVC è valutato <u>medio</u>  |
| 5. Propensione allo sviluppo e al cambiamento   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Tasso di crescita del fatturato;</li> <li>Tasso di crescita degli investimenti;</li> <li>Cambiamento del modello di <i>business</i> (di cui già alla Tabella 6);</li> <li>Cambiamento del posizionamento competitivo (di cui già alla Tabella 6);</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Diretta</li> <li>Diretta</li> <li>Diretta</li> <li>Diretta</li> </ul> | Il contributo al tasso di sviluppo della CVC è valutato <u>medio</u>  |

Quanto maggiori (minori) sono il tasso inflativo, la qualità dei sistemi macro economico e competitivo, la forza competitiva, la profitabilità, la propensione allo sviluppo ed al cambiamento e tanto maggiore (minore) è il tasso di sviluppo atteso g della CVC: quest'ultimo origina da un sistema di relazioni additive e moltiplicative tra le variabili guida identificate<sup>38</sup>

e. raccolta ed elaborazione dei suddetti questionari: questa fase si è rivelata di particolare rilevanza per la determinazione del coefficiente di rischio sistematico operativo che, essendo una misura relativa della competitività di ogni impresa, necessita dell'analisi competitiva comparata tra le imprese, così come ha contribuito alla determinazione della durata del vantaggio competitivo e del tasso di sviluppo atteso;

<sup>38</sup> Per un approfondimento sul modello di determinazione del tasso di sviluppo g della CVC in oggetto si rinvia a Guelfi S., op. cit., in corso di pubblicazione.

- f. verifica dei caratteri di omogeneità delle imprese e selezione delle 160 imprese appartenenti al campione di analisi;
- g. determinazione della creazione di valore corrente, strategico ed integrato delle imprese del campione selezionato;
- h. determinazione delle classifiche dei 160 Distributori in relazione alle variabili guida della creazione di valore (*value drivers*);
- i. elaborazione delle matrici di *performance* economica integrata.

In relazione ad alcuni dei passaggi metodologici più significativi, si sottolinea quanto segue:

- a. il costo medio ponderato del capitale non è influenzato, coerentemente con il principio della conservazione del valore, dalle scelte di struttura finanziaria: si assume, quindi, che i vantaggi connessi all'utilizzo del debito finanziario, minore onerosità rispetto al Patrimonio Netto e deducibilità fiscale degli oneri finanziari<sup>39</sup>, siano compensati *in toto* dalla maggiore remunerazione richiesta dagli azionisti per sostenere il rischio finanziario, dai costi attesi connessi alle probabilità d'insolvenza oltre che dal costo fiscale derivante dall'indeducibilità degli interessi passivi ai fini Irap<sup>40</sup> (imposta sul reddito delle attività produttive);
- b. il premio medio di mercato utilizzato per il triennio 2008/2010 è stato pari al 3,50%<sup>41</sup>;
- c. il tasso di rendimento degli investimenti cosiddetti privi di rischio utilizzato è stato pari al 3,00% per il 2008, al 2,00% per il 2009 e all'1,75% per il 2010<sup>42</sup>;
- d. il capitale investito in attività extra operative (per esempio, partecipazioni finanziarie, immobili civili, ecc.) è escluso dal modello CVI, in quanto si tratta di investimenti non attinenti l'attività caratteristica dell'impresa, ed è considerato finanziato interamente dagli azionisti;
- e. l'Irap, imposta sul reddito delle attività produttive, relativa al costo del lavoro è considerata un costo di natura operativa e, quindi, riduce il risultato operativo lordo;
- f. il risultato operativo lordo è nettato delle imposte societarie di competenza della gestione operativa: il 3,90% di Irap, esclusa quella già considerata al precedente punto c) sul costo del lavoro, e il 27,50% di Ires<sup>43</sup>, imposta sul reddito delle società;
- g. in relazione ai beni strumentali, tranne gli immobili sempre considerati al valore corrente<sup>44</sup>, si sono utilizzati, per evitare distorsioni temporali nel calcolo

---

<sup>39</sup> Si rinvia alla nota 24.

<sup>40</sup> Si veda il D.Lgs. 446/1997 e successive integrazioni.

<sup>41</sup> Donna G., op.cit., 1999, p. 134. Si veda il sito della Banca d'Italia, sezione statistiche/base informativa pubblica on line/mercato finanziario.

<sup>42</sup> Rendimento medio netto delle emissioni mensili di titoli di stato triennali.

<sup>43</sup> Si veda il D.Lgs. 344/2003 e successive integrazioni.

<sup>44</sup> Il valore corrente degli immobili è desunto dalle perizie immobiliare effettuate a seguito delle rivalutazioni operate dalle imprese nel triennio 2008-2010.

- della creazione di valore corrente e strategica, gli ammortamenti finanziari<sup>45</sup> invece di quelli contabili espressi nel conto economico;
- h. il capitale investito utilizzato quale base di remunerazione è quello medio di periodo ed è espresso al proprio valore economico;
  - i. il sistema di relazioni non lineari utilizzati dai modelli di determinazione del rischio operativo, della durata del vantaggio competitivo e del tasso di sviluppo, implicano che tali parametri (ed alcuni loro derivati, quali, per esempio, lo *spread value* Roi-Cm) non siano apprezzabili a livello aggregato, ma solo in relazione alla singola impresa. Ciò nonostante si è ritenuto comunque di evidenziare, a titolo indicativo, alcuni di tali parametri nella successiva Tabella 8.

### ***Alcuni indicatori economico-finanziari 2008-2010 relativi al Campione dei 160 Distributori IAM Italia***

In relazione alle dimensioni economico-finanziarie essenziali per l'analisi della creazione di valore del campione dei 160 Distributori IAM Italia, la Tabella 9 evidenzia una forte focalizzazione nel contenere l'importo del capitale investito netto operativo (*compound average growth rate*, cagr +0,50% nel periodo 2008/2010) senza per questo rinunciare ad un consistente tasso di sviluppo del valore della produzione (cagr +5,42%) e conseguendo un ancora più consistente sviluppo del risultato operativo netto (+10,47%). Il maggior utilizzo della leva finanziaria conduce nel 2010 ad una struttura finanziaria composta per il 38,83% da patrimonio netto (26,06% nel 2008, cagr +22,69%) e per la parte complementare del 61,17% (73,94% nel 2008, -8,59%) da posizione finanziaria netta.

Il costo medio ponderato del capitale, ovvero il tasso di remunerazione minimo atteso dai finanziatori, si riduce mediamente<sup>46</sup> dal 7,21% del 2008 al 5,87% del 2010 grazie alla riduzione (dal 3,00% del 2008 all'1,75% del 2010) del tasso di rendimento degli investimenti cosiddetti privi di rischio, *risk free rate*, mentre il livello di volatilità dei risultati operativi registra una lieve contrazione (1,27 nel 2008 e 1,26 nel 2010)<sup>47</sup>. L'incremento della durata del vantaggio competitivo (da -0,20 anni del 2008 a 3,01 anni del 2010) è stata ottenuta grazie alla migliore qualità del profitto, sia puntuale sia tendenziale, che ha più che compensato la minore qualità del contesto competitivo dovuto principalmente all'incrementarsi

---

<sup>45</sup> Donna G., op. cit., 1999, pp. 180-183; Guelfi S., op. cit., 2005, Appendice III, pp. 133.

<sup>46</sup> Il fattore di ponderazione prescelto, per questa come per altre grandezze quali durata del vantaggio competitivo e tasso di sviluppo, è stato il valore economico del capitale investito netto operativo medio.

<sup>47</sup> In realtà si evidenziano profonde differenze nella dinamica del coefficiente di rischio operativo sistematico tra le imprese di grandi dimensioni, per le quali è in riduzione dal 2008 al 2010, e le altre, per le quali è in incremento. Si rinvia per un approfondimento a Guelfi S., op. cit., in corso di pubblicazione.

della pressione competitiva (maggiori aggressività dei competitori e potere negoziale dei clienti). Il tasso di sviluppo atteso permane costante al 4,38%: il degradarsi della qualità del contesto macroeconomico e competitivo e la limitata *governance* d'impresa sono compensati dal rafforzarsi del profitto e della forza competitiva delle imprese oltre che da una maggiore attitudine al cambiamento e all'innovazione.

**Tabella 9 – Alcuni dati economico-finanziari essenziali per il modello della creazione di valore integrata**

| 160 Distributori IAM Auto Italia<br>(i valori sono espressi in m.ni di euro) |   |    | 2008  | 2009   | 2010    | Cagr<br>2008/2010 |
|--|---|----|-------|--------|---------|-------------------|
| a= b+c   | Capitale Investito Netto Operativo Medio<br>CINOm                 | Va | 462   | 460    | 466     | 0,50%             |
|  |   | Δ% |       | -0,44% | 1,46%   |                   |
| b.   | Patrimonio Netto Medio PNm  | Va | 120   | 138    | 181     | 22,69%            |
|  |   | Δ% |       | 15,02% | 30,88%  |                   |
| c.   | Posizione Finanziaria Netta Media PFNm                            | Va | 341   | 321    | 285     | -8,59%            |
|  |   | Δ% |       | -5,89% | -11,21% |                   |
| d.   | Valore della Produzione VP  | Va | 567   | 590    | 631     | 5,42%             |
|  |   | Δ% |       | 3,90%  | 6,96%   |                   |
| e.   | Risultato Operativo Netto Ron                                     | Va | 35    | 36     | 43      | 10,47%            |
|  |   | Δ% |       | 1,06%  | 20,74%  |                   |
| f.   | Costo del Capitale Medio Ponderato Cm                             | Va | 7,21% | 6,07%  | 5,87%   | -9,73%            |
|  |   | Δ  |       | -1,13% | -0,20%  |                   |
| g.   | Durata del Vantaggio Competitivo CAP<br>(valore espresso in anni) | Va | -0,20 | 1,35   | 3,01    | ns                |
|  |   | Δ  |       | 1,56   | 1,65    |                   |
| h.   | Tasso di Sviluppo Atteso g  | Va | 4,38% | 5,15%  | 4,38%   | 0,03%             |
|  |   | Δ  |       | 0,77%  | -0,77%  |                   |

L'effetto combinato dei suddetti miglioramenti si concretizza (Tabella 9) in un incremento del valore di Avviamento, sia in termini assoluti (+47 m.ni di euro nel 2010 vs +16 m.ni di euro nel 2008) sia relativi (9,16% vs il CINOm nel 2010 e 3,29% nel 2008).

In relazione agli indicatori di *performance* dell'attività economica coerenti con la logica della CVI, si rileva quanto segue (Tabella 10):

- i 160 Distributori IAM Auto Italia aumentano costantemente la CVI (da +14 m.ni di euro del 2008 a +38 m.ni di euro del 2010), sia nella componente corrente (da 1 m.ne di euro a +13 m.ni di euro), sia in quella strategica (da +13 m.ni di euro a +25 m.ni di euro). In relazione a tale dinamica della CVS si evidenzia un costante miglioramento del valore di Avviamento da 3 (2007) a 16 (2008) a 22 (2009) a 47 milioni (2010);
- il REA raggiunge nel 2010 il +16,51%, 6 punti in più del 2008 (+10,47%) grazie al miglioramento sia del rendimento economico corrente REC (+4,98 punti % nel triennio) sia del rendimento economico strategico RES (+1,07 punti %);

- c. l'indice di strategicità del rendimento dell'azionista permane elevato (da 0,93 del 2008 a 0,66 del 2010) mentre il coefficiente di strategicità relativa si riduce a causa del miglioramento del rendimento economico corrente;

**Tabella 10 – Avviamento, Creazione di Valore e Rendimento Economico per gli Azionisti**

| 160 Distributori IAM Auto Italia<br>(i valori sono espressi in m.ni di euro) |  |    | 2008   | 2009   | 2010   | Cagr<br>2008/2010 |
|--|--|----|--------|--------|--------|-------------------|
| i.   | Avviamento A   | Va | 16     | 22     | 47     | 73,01%            |
|  |  | Δ  |        | 7      | 25     |                   |
| k= a+i   | Valore del Capitale Investito Netto Operativo Medio VCINOm         | Va | 477    | 482    | 513    | 3,70%             |
|  |  | Δ  |        | 5      | 31     |                   |
| l= i/k   | % Avviamento A vs Cap. Inv. Netto Op. Medio CINOm                  | Va | 3,29%  | 4,64%  | 9,16%  | 66,84%            |
|  |  | Δ  |        | 1,34%  | 4,53%  |                   |
| m= e-f+k   | Creazione di Valore Corrente CVC                                   | Va | 1      | 6      | 13     | 265,38%           |
|  |  | Δ  |        | 6      | 6      |                   |
| n= Δi  | Creazione di Valore Strategica CVS                                 | Va | 13     | 7      | 25     | 36,41%            |
|  |  | Δ  |        | -7     | 18     |                   |
| o= m+n   | Creazione di Valore Integrata CVI                                  | Va | 14     | 13     | 38     | 62,62%            |
|  |  | Δ  |        | -1     | 25     |                   |
| p= m/(b+i)   | Rendimento Economico Corrente REC                                  | Va | 0,71%  | 4,03%  | 5,69%  | 182,13%           |
|  |  | Δ  |        | 3,31%  | 1,66%  |                   |
| q= n/(b+i)   | Rendimento Economico Strategico RES                                | Va | 9,76%  | 4,12%  | 10,83% | 5,33%             |
|  |  | Δ  |        | -5,64% | 6,70%  |                   |
| r= o/(b+i)   | Rendimento Economico Azionisti REA                                 | Va | 10,47% | 8,15%  | 16,51% | 25,56%            |
|  |  | Δ  |        | -2,32% | 8,36%  |                   |
| s= q/r   | Indice di Strategicità del Rendimento Economico Azionisti REA      | Va | 0,93   | 0,51   | 0,66   | -16,12%           |
|  |  | Δ  |        | -0,43  | 0,15   |                   |
| t= q/p   | Coefficiente di Strategicità Relativa CSR                          | Va | 13,66  | 1,02   | 1,90   | -62,67%           |
|  |  | Δ  |        | -1,70  | 4,04   |                   |
| m= d/l   | Produttività del Valore del Cap. Inv. Netto Operativo Medio VCINOm | Va | 1,19   | 1,22   | 1,23   | 1,65%             |
|  |  | Δ% |        | 2,91%  | 0,41%  |                   |
| n= e/d   | Rendimento del Valore della Produzione                             | Va | 6,23%  | 6,06%  | 6,84%  | 4,79%             |
|  |  | Δ  |        | -0,17% | 0,78%  |                   |
| o= e/l   | Rendimento del Valore del Cap. Inv. Netto Op. Medio CINOm          | Va | 7,40%  | 7,41%  | 8,40%  | 6,52%             |
|  |  | Δ  |        | 0,01%  | 0,99%  |                   |
| p= o-f   | Spread Value (Roi - Cm)  | Va | 0,20%  | 1,34%  | 2,53%  | 259,61%           |
|  |  | Δ  |        | 1,14%  | 1,19%  |                   |

- d. il campione dei 160 Distributori evidenzia nel triennio 2008-2010 una spiccata attenzione ad operare per il futuro ed un recupero della capacità di operare efficientemente nel breve termine.

### **Il posizionamento strategico 2008-2010 dei 160 Distributori IAM Italia**

In relazione al posizionamento strategico dei 160 Distributori IAM nella Matrice della *Performance Economica Integrata*, la Tabella 11 evidenzia quanto segue:

- a. i due quadranti strategici più popolati sono quelli della "lungimiranza" (costante nel triennio con il 31%) e della "criticità" (in incremento dal 33% del 2008 al 34% del 2010) e ciò conferma la polarizzazione del contesto competitivo;



- b. si modifica sensibilmente l'incidenza percentuale degli operatori in fase di cambiamento strategico: sono 39 (24% del campione) e 31 (19%) i Distributori che rispettivamente nel 2008 e nel 2009/2010, pur non riuscendo o rinunciando a raccogliere risultati nel presente, "seminano" per il futuro ed incrementano il valore di Avviamento della loro impresa;
- c. le imprese in "rilassamento", ossia che raccolgono nel presente senza seminare per il futuro e rafforzare il valore di Avviamento, incrementano il loro numero dalle 19 unità del 2008 (12%) alle 26 unità del 2010 (16%).

**Tabella 11 – I Distributori IAM Italia 2008-2010. Tra lungimiranza, messa a fuoco, rilassamento e criticità**

| Matrice Performance<br>Economica Integrata<br>Distributori IAM 2008-2010 | 2008         |      | 2009 |      | 2010 |      |
|--|--------------|------|------|------|------|------|
|  | Lungimiranza | 49   | 31%  | 56   | 35%  | 49   |
| Messa a Fuoco  | 39           | 24%  | 27   | 17%  | 31   | 19%  |
| Rilassamento   | 19           | 12%  | 24   | 15%  | 26   | 16%  |
| Criticità  | 53           | 33%  | 53   | 33%  | 54   | 34%  |
| Totale   | 160          | 100% | 160  | 100% | 160  | 100% |

Di particolare interesse è l'analisi del valore della produzione realizzato dai Distributori, dove si evidenzia (Tabella 12), un forte spostamento dal quadrante della "messa a fuoco" a quello della "lungimiranza": il valore della produzione "lungimirante" ha migliorato la propria incidenza percentuale dal 19% del 2008 al 49% del 2010, compensando quasi interamente i 28 punti percentuali di cui si è ridotto il valore della produzione nel quadrante del cambiamento strategico. Ciò significa che sono i Distributori di grandi dimensioni che, cambiando strategia nel 2008 e seminando per il futuro, hanno posto le basi della "lungimiranza" conquistata nel 2009 e confermata nel 2010. Il valore della produzione delle imprese nel quadrante "critico" si riduce, dal 2008 al 2010, dal 25% al 23%, mentre quello in "rilassamento" permane costante, per lo stesso periodo, all'11%.

**Tabella 12 – Il valore della produzione dei Distributori IAM Italia 2008-2010. Tra lungimiranza, messa a fuoco, rilassamento e criticità**

| Valore della Produzione | 2008      |      | 2009      |      | 2010      |      |
|-------------------------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|
| Lungimiranza            | 238.591   | 19%  | 620.508   | 48%  | 670.595   | 49%  |
| Messa a Fuoco           | 560.087   | 45%  | 181.682   | 14%  | 235.498   | 17%  |
| Rilassamento            | 143.963   | 11%  | 173.704   | 13%  | 153.792   | 11%  |
| Criticità               | 313.500   | 25%  | 319.782   | 25%  | 320.051   | 23%  |
| Totale                  | 1.256.141 | 100% | 1.295.676 | 100% | 1.379.937 | 100% |

Con particolare attenzione alla migrazione, nel triennio 2008-2010, da un quadrante all'altro della Matrice della *Performance Economica Integrata*, si può osservare (Tabella 13 e Figura 6) quanto segue:

- a. delle 49 imprese “lungimiranti” nel 2008, ben il 41% (20 unità) permane tale anche nel 2010, mentre il 35% entra nell’area del “rilassamento”, ossia della raccolta nel presente in assenza di semina per il futuro; 11 imprese (ossia il 22%) scivolano, prevalentemente per forti discontinuità esterne (differenti condizioni di fornitura, acquisizione di clienti insani, maggiore aggressività dei competitori), nell’area della “criticità” confermando la rapidità con la quale può verificarsi il cambiamento di quadrante strategico; 1 sola impresa “lungimirante” nel 2008 valuta necessario un cambiamento strategico;
- b. per quanto concerne le 39 imprese in “messa a fuoco” nel 2008, ben il 31% (12 unità) continua a perseguire il cambiamento strategico anche nel 2010, mentre della restante parte il 23% (9 unità) conquista la “lungimiranza”, ossia la strategia attuata comincia a generare frutti, e ben il 44% (17 unità) scivola nella “criticità”, segno che il cambio di strategia non è (ancora) riuscito a generare risultati nel presente; una impresa, optando per raccogliere i risultati seminati, passa nel quadrante del “rilassamento”;

**Tabella 13 – I flussi di migrazione 2008/2010 dei Distributori IAM Italia. Tra lungimiranza, messa a fuoco, rilassamento e criticità**

| Matrice Performance Economica Integrata Distributori IAM 2008-2010 | Lungimiranza | Messa a Fuoco | Rilassamento | Criticità | Totale |
|--|--------------|---------------|--------------|-----------|--------|
| Lungimiranza   | 20           | 1             | 17           | 11        | 49     |
| Messa a Fuoco  | 9            | 12            | 1            | 17        | 39     |
| Rilassamento   | 7            | 0             | 6            | 6         | 19     |
| Criticità  | 13           | 18            | 2            | 20        | 53     |
| Totale   | 49           | 31            | 26           | 54        | 160    |

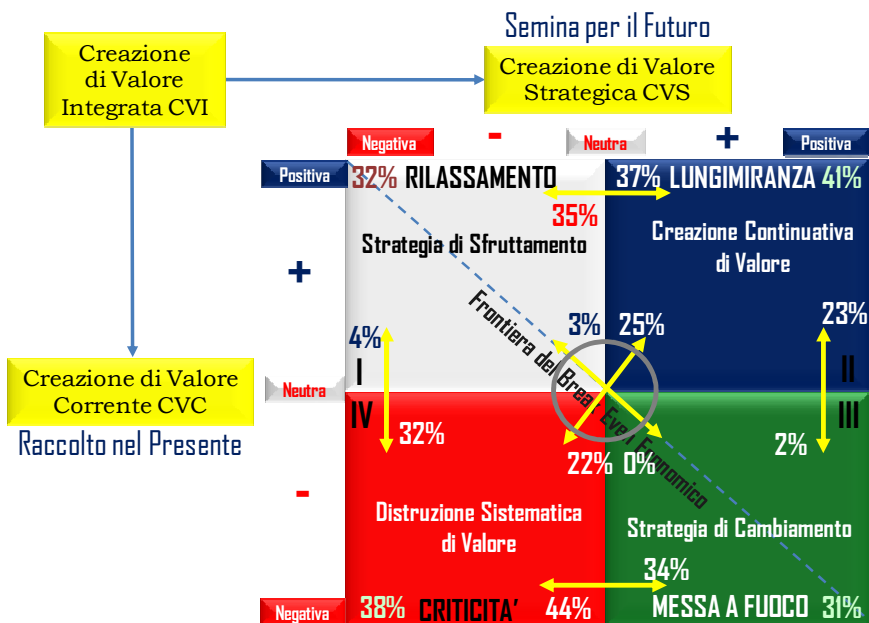
| Matrice Performance Economica Integrata Distributori IAM 2008-2010 | Lungimiranza | Messa a Fuoco | Rilassamento | Criticità | Totale |
|--|--------------|---------------|--------------|-----------|--------|
| Lungimiranza   | 41%          | 2%            | 35%          | 22%       | 100%   |
| Messa a Fuoco  | 23%          | 31%           | 3%           | 44%       | 100%   |
| Rilassamento   | 37%          | 0%            | 32%          | 32%       | 100%   |
| Criticità  | 25%          | 34%           | 4%           | 38%       | 100%   |

- c. delle 19 imprese in “rilassamento” nel 2008, il 32% permane tale anche nel 2010, mentre il 37% (ri)conquista la “lungimiranza” ed il 32% entra nel quadrante della “criticità” confermando che allentare lo stato di allerta competitivo può costituire l’anticamera della “criticità”. Nessuna impresa opta per il cambiamento strategico;
- d. in relazione alle 53 imprese “critiche” nel 2008, il 38% continua ad essere tale, mentre il 34% ha attuato un cambiamento strategico ed un ulteriore 25% accede direttamente al quadrante della “lungimiranza”; due imprese realizzano risultati nel presente senza seminare per il futuro.

In sintesi, la MMPEI 2008-2010 evidenzia come, rispetto ad un’apparente staticità nei valori assoluti, si siano verificati dei notevoli flussi migratori tra i differenti quadranti strategici: il 63,75% dei 160 Distributori nel 2010 occupa una posizione differente da quella del 2008. In particolare, il 30,63% delle imprese del

campione migliora il proprio posizionamento strategico, il 33,13% lo peggiora ed il 36,25% permane nello stesso quadrante strategico.

**Figura 6 – La Matrice di Migrazione della Performance Economica Integrata 2008-2010. I Distributori IAM Italia**



**Le sequenze di posizionamento strategico 2008-2010 dei 160 Distributori IAM Italia**

La Tabella 14, dando evidenza delle sequenze dei quadranti strategici attraversati dalle imprese, consente di identificare i percorsi seguiti dalle singole imprese nel triennio 2008-2010 e quali siano stati i più popolati. Le 33 combinazioni attive (rispetto alle 64 possibili) sintetizzano come:

- a. 29 imprese, appartenenti a 3 sequenze strategiche, non modificano il proprio posizionamento tra il 2008 ed il 2010. In particolare, 14 imprese (8,75% del campione e 4,36% del relativo valore della produzione) non riescono ad uscire dal quadrante della “criticità”, 12 imprese (rispettivamente 7,50% e 4,49%) confermano per tutto il triennio la “lungimiranza” e 3 imprese (1,88% e 0,46%) perseverano nella strategia di cambiamento. E’ interessante rilevare come non vi siano imprese in “rilassamento” che continuino a raccogliere risultati per tutto il triennio in esame senza seminare per il futuro;
- b. 11 imprese (6,88%) optino, dopo due anni di “criticità”, per un cambiamento strategico;

- c. 10 imprese (6,25%) si prendano nel 2010, dopo due anni di “lungimiranza” e di semina per il futuro, una pausa di “rilassamento”;
- d. 9 imprese (5,63%) entrino, a seguito di un cambiamento strategico nel 2008, in “criticità” e, quindi, operino un nuovo cambiamento strategico;
- e. 8 imprese (5,00%) continuino a permanere nella “criticità” non realizzando risultati nel presente e non seminando per il futuro (CVC e CVS negative);
- f. 8 imprese (5,00%) conquistino, dopo un 2008 “critico”, la “lungimiranza” nel 2009 e la confermino nel 2010;
- g. 7 imprese (4,38%) e 6 imprese (3,75%) oscillino rispettivamente tra “lungimiranza” e “rilassamento” e tra “rilassamento” e “lungimiranza”;
- h. 7 imprese (4,38%) continuino a rilassarsi dopo un 2008 “lungimirante” e 5 imprese scivolino dalla “lungimiranza” del 2008 al “rilassamento” del 2009 e quindi alla “criticità” del 2008;

**Tabella 14 – Sequenze 2008-2010 di posizionamento strategico. I Distributori IAM Italia**

| Sequenze 2008 / 2010 Posizionamento Strategico Distributori IAM |               |               |               |                |                |                         |          |            |                           |
|---|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|-------------------------|----------|------------|---------------------------|
| Numero Sequenze   | 2008          | 2009          | 2010          | Numero Imprese | % sul Campione | Valutazione di Triennio |          | % Cumulata | % Valore della Produzione |
|   |               |               |               |                |                | Positiva                | Negativa |            |                           |
| 1   | Criticità     | Criticità     | Criticità     | 14             | 8,75%          |                         | 8,75%    | 8,75%      | 4,36%                     |
| 2   | Lungimiranza  | Lungimiranza  | Lungimiranza  | 12             | 7,50%          | 7,50%                   |          | 16,25%     | 4,49%                     |
| 3   | Criticità     | Criticità     | Messa a Fuoco | 11             | 6,88%          | 6,88%                   |          | 23,13%     | 5,56%                     |
| 4   | Lungimiranza  | Lungimiranza  | Rilassamento  | 10             | 6,25%          | 6,25%                   |          | 29,38%     | 4,22%                     |
| 5   | Messa a Fuoco | Criticità     | Messa a Fuoco | 9              | 5,63%          | 5,63%                   |          | 35,00%     | 8,07%                     |
| 6   | Messa a Fuoco | Criticità     | Criticità     | 8              | 5,00%          |                         | 5,00%    | 40,00%     | 3,40%                     |
| 7   | Criticità     | Lungimiranza  | Lungimiranza  | 8              | 5,00%          | 5,00%                   |          | 45,00%     | 4,62%                     |
| 8   | Lungimiranza  | Rilassamento  | Lungimiranza  | 7              | 4,38%          | 4,38%                   |          | 49,38%     | 3,75%                     |
| 9   | Lungimiranza  | Rilassamento  | Rilassamento  | 7              | 4,38%          |                         | 4,38%    | 53,75%     | 2,03%                     |
| 10  | Criticità     | Messa a Fuoco | Messa a Fuoco | 7              | 4,38%          | 4,38%                   |          | 58,13%     | 2,93%                     |
| 11  | Rilassamento  | Lungimiranza  | Rilassamento  | 6              | 3,75%          |                         | 3,75%    | 61,88%     | 3,33%                     |
| 12  | Lungimiranza  | Rilassamento  | Criticità     | 5              | 3,13%          |                         | 3,13%    | 65,00%     | 3,08%                     |
| 13  | Lungimiranza  | Criticità     | Criticità     | 5              | 3,13%          |                         | 3,13%    | 68,13%     | 1,69%                     |
| 14  | Messa a Fuoco | Lungimiranza  | Lungimiranza  | 5              | 3,13%          | 3,13%                   |          | 71,25%     | 24,25%                    |
| 15  | Messa a Fuoco | Messa a Fuoco | Criticità     | 5              | 3,13%          |                         | 3,13%    | 74,38%     | 3,77%                     |
| 16  | Criticità     | Messa a Fuoco | Lungimiranza  | 5              | 3,13%          | 3,13%                   |          | 77,50%     | 3,25%                     |
| 17  | Messa a Fuoco | Lungimiranza  | Criticità     | 4              | 2,50%          |                         | 2,50%    | 80,00%     | 1,96%                     |
| 18  | Rilassamento  | Lungimiranza  | Lungimiranza  | 4              | 2,50%          | 2,50%                   |          | 82,50%     | 2,81%                     |
| 19  | Messa a Fuoco | Messa a Fuoco | Lungimiranza  | 3              | 1,88%          | 1,88%                   |          | 84,38%     | 0,98%                     |
| 20  | Messa a Fuoco | Messa a Fuoco | Messa a Fuoco | 3              | 1,88%          |                         | 1,88%    | 86,25%     | 0,46%                     |
| 21  | Rilassamento  | Rilassamento  | Criticità     | 3              | 1,88%          |                         | 1,88%    | 88,13%     | 1,31%                     |
| 22  | Criticità     | Lungimiranza  | Criticità     | 3              | 1,88%          |                         | 1,88%    | 90,00%     | 0,77%                     |
| 23  | Criticità     | Messa a Fuoco | Criticità     | 3              | 1,88%          |                         | 1,88%    | 91,88%     | 2,03%                     |
| 24  | Rilassamento  | Rilassamento  | Lungimiranza  | 2              | 1,25%          | 1,25%                   |          | 93,13%     | 3,52%                     |
| 25  | Rilassamento  | Criticità     | Criticità     | 2              | 1,25%          |                         | 1,25%    | 94,38%     | 0,41%                     |
| 26  | Criticità     | Lungimiranza  | Rilassamento  | 2              | 1,25%          |                         | 1,25%    | 95,63%     | 0,66%                     |
| 27  | Lungimiranza  | Lungimiranza  | Criticità     | 1              | 0,63%          |                         | 0,63%    | 96,25%     | 0,22%                     |
| 28  | Lungimiranza  | Criticità     | Lungimiranza  | 1              | 0,63%          | 0,63%                   |          | 96,88%     | 0,20%                     |
| 29  | Lungimiranza  | Criticità     | Messa a Fuoco | 1              | 0,63%          | 0,63%                   |          | 97,50%     | 0,04%                     |
| 30  | Messa a Fuoco | Lungimiranza  | Rilassamento  | 1              | 0,63%          |                         | 0,63%    | 98,13%     | 0,91%                     |
| 31  | Messa a Fuoco | Criticità     | Lungimiranza  | 1              | 0,63%          | 0,63%                   |          | 98,75%     | 0,56%                     |
| 32  | Rilassamento  | Messa a Fuoco | Criticità     | 1              | 0,63%          |                         | 0,63%    | 99,38%     | 0,19%                     |
| 33  | Rilassamento  | Criticità     | Lungimiranza  | 1              | 0,63%          | 0,63%                   |          | 100,00%    | 0,17%                     |
| Su 64 combinazioni possibili 33 sono state attivate             |               |               |               | 160            | 100,00%        | 54,38%                  | 45,63%   |            | 100,00%                   |

- i. 7 imprese siano, rispetto alla “criticità” del 2008, in cambiamento strategico sia nel 2009 sia nel 2010;
- j. 5 imprese (3,13%) entrino, a valle di un biennio di cambiamento strategico non positivo, nel quadrante della “criticità”;
- k. 5 imprese accedano, cambiando strategia nel 2008, alla “lungimiranza” nel 2009 e la preservino nel 2010. E’ interessante rilevare come tale sequenza riguardi in particolare alcuni grandi Distributori che rappresentano il 24,25% del valore della produzione;
- l. 5 imprese precipitino, dalla “lungimiranza” del 2008, nella “criticità” nel 2009 e non riescano ad uscirne nel 2010;
- m. ecc. ecc.

In sintesi, il campione dei 160 Distributori IAM Auto Italia evidenzia nel triennio 2008-2010:

1. un sistema di imprese lungimiranti costante nel numero (49 nel 2008 e nel 2010), ma in sensibile incremento in termini di valore della produzione, che passa da 239 m.ni di euro del 2008 (19% del totale) a 671 m.ni di euro nel 2010 (49%). Questo conferma un significativo rafforzamento competitivo dei maggiori operatori della Distribuzione IAM, sia nell’attitudine a realizzare risultati economici nel presente sia nel porre solide basi perché gli stessi si possano replicare, e con maggiore intensità, nel futuro;
2. il contestuale incremento delle imprese critiche, da 53 del 2008 a 54 del 2010, con il conseguente confermarsi di una costante polarizzazione dell’insieme delle imprese dalle opposte zone della lungimiranza e della criticità (65% delle imprese del campione nel 2010, per un valore della produzione complessivo del 72%). I Distributori stanno estremizzando il loro posizionamento competitivo: o sono competitivamente solidi, e conquistano quote di mercato creando valore, o sono in crisi strutturale, e non creano ricchezza nel presente senza riuscire a seminare per il futuro;
3. un incremento delle imprese in rilassamento (da 19 a 26) anche se occorre sottolineare che ben 17 provengono da una precedente situazione di “lungimiranza”;
4. la difficoltà a governare in modo strutturato il tema strategico che si evince sia dalla minore vocazione al cambiamento strategico (le imprese in “messa a fuoco” si riducono da 39 del 2008 a 31 del 2010), sia dall’elevato livello di rischio strategico (si rinvia alla Tabella 6) confermato dalla difficoltà ad identificare un cambiamento strategico di successo. Su 39 imprese che nel 2008 hanno cambiato strategia ben 17, ossia il 44%, sono entrate nel 2010 nel quadrante della “criticità” e 12 hanno continuato o sono ritornate a cambiare strategia. In particolare, sono soprattutto le imprese critiche a riscontrare maggiori difficoltà: delle 53 imprese critiche del 2008, solo 18 hanno avuto il coraggio di intraprendere nel 2010 un cambiamento strategico;
5. l’incremento del rendimento economico per gli azionisti, sia per la componente corrente sia per quella strategica, a conferma di un maggior equilibrio economico del sistema distributivo nel suo complesso;
6. una crescente patrimonializzazione (nel periodo 2008-2010 il patrimonio netto cresce del +22,69% medio annuo, mentre l’indebitamento finanziario si riduce

- dell'8,59%), segno di un progressivo riequilibrio della struttura finanziaria quasi interamente attribuibile alle imprese "lungimiranti";
7. uno flusso migratorio tra imprese in "messa a fuoco" e in "criticità" in sostanziale equilibrio: 18 imprese critiche su 53 (nel 2008) cambiano strategia (nel 2010), così come 17 imprese che hanno cambiato strategia (nel 2008) non hanno ottenuto i miglioramenti auspicati e sono scivolate nella "criticità" (nel 2010);
  8. la centralità del posizionamento strategico "critico": un elevato numero di imprese (14) permane costantemente nel quadrante della "criticità", 8 imprese sono ormai critiche da 2 anni, 5 imprese cambiano strategia sia nel 2008 sia nel 2009 e sono comunque critiche nel 2010, altre 5 imprese scivolano progressivamente dalla "lungimiranza" del 2008 alla "criticità" del 2010 ed ulteriori 5 permangono nella "criticità" nel biennio 200/2010: è tra tali 37 imprese che maturano (in assenza di apporti di nuove risorse finanziarie dall'esterno) le probabilità di un'uscita dal contesto competitivo;
  9. un flusso migratorio che, dal 2008 al 2010, ha interessato 102 unità (63,75%) delle imprese analizzate a conferma di un'elevata dinamicità strategica del settore: di queste 49 hanno migliorato il proprio posizionamento competitivo e 53 l'hanno peggiorato.

## 5. Conclusioni

Il modello della creazione di valore integrata si distingue come misura completa di misurazione del rendimento economico periodale dell'attività d'impresa. Tale completezza si realizza precipitando in un unico parametro sia il "risultato economico realizzato" nel periodo, al netto della remunerazione delle risorse finanziarie investite, e sia la quota parte di risultato economico derivante dal miglioramento delle prospettive dei risultati futuri pari alla variazione del valore di Avviamento. Come più volte ripetuto, è la somma di queste due componenti che esprime razionalmente il rendimento economico periodale per l'azionista e che quindi può consentire di orientare più correttamente e consapevolmente le decisioni dell'impresa, emancipandole dalle impurità, dalle parzialità, dai falsi convincimenti, dagli interessi di parte. Ma se, come accennava il Sommo Vate, "Nel dritto mezzo del campo maligno vaneggia un pozzo assai largo e profondo"<sup>48</sup>, allora tanto più è necessario che le misure di *performance* economica non si facciano confondere da risultati positivi ma dal respiro fugace, tentare da risultati comodi e senza sacrifici, proteggere da risultati autoreferenziali e miopi, ma diano al contrario piena evidenza della capacità strategica dell'impresa di saldare la necessità di "raccolgere" nel presente all'esigenza vitale di "seminare" per il futuro.

---

<sup>48</sup> Alighieri D., *La divina commedia*, Inferno, Canto XVIII.



In tale direzione il modello della Creazione di Valore Integrata, di cui si è dato un esempio di sperimentazione, appare un riferimento sicuramente utile (e altrettanto sicuramente perfezionabile) per costringere il sistema impresa, ed il *management* che la guida in particolare, ad apprezzare distintamente i frutti del presente e quelli del futuro che sta preparando e ad operare per il continuo miglioramento di entrambi.

## Bibliografia

- Abell D.F., *Business e scelte aziendali*, IPSOA, Milano, 1986.
- Airoldi G., Amatori F., Invernizzi F. (a cura di), *Proprietà e governo delle aziende italiane*, Milano, EGEA, 1995
- Airoldi G., Brunetti G., Coda V., *Economia aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1994.
- Airoldi G., Brunetti G., Coda V., *Lezioni di economia aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1989.
- Ansoff I.H., *Strategia aziendale*, Etas, Milano, 1968.
- Azzini L., *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, 1982.
- Bartley J.Madden, *Cash Flow ROI Valuation*, Butterworth Heinemann, Oxford, 1999.
- Bennet Stewart G. III, *The quest for value*, Harper Collins, New York, 1991.
- Besanko D., Dranove D., Shanley M., *Economics of Strategy*, Wiley, NY, 2000.
- Chiacchierini C., Perrone V., Perrini F., *i-Valuation*, Egea, Milano, 2008.
- Clark J.M., *The Changing Basis of Economic Responsibility*, The Journal of Political Economy, vol. 24, n. 3, March 1916.
- Damodaran A., *Investment Valuation*, Wiley, NY, 2004.
- Donna G., Guelfi S., *Analisi della performance economica d'impresa: il modello della creazione di valore*, pubblicato in *Economia aziendale & Management: scritti in onore di Vittorio Coda*, a cura di Airoldi G., Brunetti G., Corbetta G. e Invernizzi G., editore EGEA, Milano, 2010.
- Donna G., *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci, Roma, 1999, 2007.
- Donna G., *L'impresa multibusiness*, Università Bocconi Editore, Milano, 2003.
- Donna G., *L'impresa competitiva*, Giuffrè Editore, 1992.
- Donna G., *La valutazione economica delle strategie d'impresa*, Giuffrè Editore, Milano, 1991.
- Fama E. and French K., *The Cross-Section of Expected Stock Returns*, *Journal of Finance* 47(3), 427-465, 1992.
- Fama E. and MacBeth J., *Risk, Return and Equilibrium: Empirical Tests*, *Journal of Political Economy* 81, 1973.
- Ferrero G., *Impresa e Management*, Giuffrè Editore, Milano, 1980.
- Ferrero G., *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1966



- Fischer I., *Appreciation and interest*, MacMillan, New York, 1896 (trad. it, *La natura del capitale e del reddito*, UTET, Torino, 1932).
- Freeman FR.E., *Strategic Management. A Stakeholder Approach*, New York, Pitman Publishing Inc., 1984.
- Greenwald B., Kahn J., Sonkin P., Van Biema M., *Value Investing*, Wiley, NY, 2004.
- Guatri L., *La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto*, EGEA, Milano, 1990.
- Guatri L. e Bini M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005.
- Guelfi S., *Il governo del rischio competitivo d'impresa. Anima del valore*, Giappichelli Editore, 2009.
- Guelfi S., *Decisioni ed azioni manageriali*, McGraw-Hill, 2005.
- Guelfi S., *Struttura finanziaria e valore d'impresa*, Guerini Editore, 1997.
- Koller T., Goedhart M., Wessels D., *Valuation: Measuring and Managing The value of Companies*, University Edition, Wiley & Sons, Hoboken, 2010.
- Lintner J., *The Valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budget*, *Review of Economics and Statistics* 47, 1965.
- Mauboussin M., Bartholdson K., *Measuring the Moat. Assessing the magnitude and sustainability of value creation*, Credit Suisse First Boston Equity Research, 2002.
- Markowitz H., *Portfolio selection: efficient diversification of investments*, New York, 1959.
- Massari M., Zanetti L., *Valutazione finanziaria*, McGraw-Hill, Milano, 2004.
- Mossin J., *Equilibrium in a Capital Asset Market*, *Econometrica* 34, 1966.
- Pantaleoni M., *Principii di economia pura*, Zanichelli Editore, Firenze, 1894.
- Porter M., *Il vantaggio competitivo*, Edizioni Comunità, Milano, 1987.
- Porter M., *Competitive strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, The Free Press, New York, 1980 (trad. It, *La strategia competitiva*, ISEDI, Milano, 1980).
- Rappaport A., Mauboussin M., *Expectations Investing*, Harvard Business School Press, 2001.
- Rappaport A., *Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance*, New York, The Free Press, 1998.
- Roll R., *A Critique of the Asset's Pricing Theory's Tests: Part I*, *Journal of Financial Economics* 4, 1977.
- Ross S.A., *The Capital Asset Pricing Model (CAPM), Short-sale Restrictions and Related Issues*, *Journal of Finance* 32(2), 1977.
- Sciarelli S., *Il sistema d'impresa*, Cedam, Padova, 1982.
- Sharpe W.F., *Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*, *Journal of Finance*, 19(3), 1964.
- Tobin J., *Liquidity Preference as Behaviour Towards Risk*, *Review of Economic Studies* 25, 1958.
- Zappa G., *Il reddito di impresa*, Giuffrè, Milano, 1950.

Silvano Guelfi

Il rendimento economico d'impresa e il modello della creazione di valore integrata. La Distribuzione IAM Auto Italia 2008-2010.

*Impresa Progetto – Electronic Journal of Management*, n. 1, 2012

---

## **Editoria Elettronica**

[www.rischiovalore.polito.it](http://www.rischiovalore.polito.it)

[www.damodaran.it](http://www.damodaran.it)

[www.sternstewart.it](http://www.sternstewart.it)

[www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)

### **Silvano Guelfi**

Ricercatore Confermato di Economia Aziendale

Dipartimento di Ingegneria Gestionale e della Produzione - DIGEP

Politecnico di Torino

C.so Duca degli Abruzzi, 24

10100 Torino

[silvano.guelfi@polito.it](mailto:silvano.guelfi@polito.it)