LA CREAZIONE DI VALORE NEL DISTRETTO TESSILE PRATESE: PRIMI RISULTATI DI UNA RICERCA

Francesco Giunta, Massimiliano Bonacchi, Giovanna Savaglio[1]

Introduzione: obiettivi e ricadute operative della ricerca

La gran parte degli studi e delle verifiche in tema di creazione di valore, sino ad oggi condotti, hanno riguardato le imprese di più grandi dimensioni. Quelle più piccole non sono state adeguatamente considerate, ritenendole, forse, ancora impreparate ad accogliere il *verbo* del valore.

Questa carenza appare particolarmente grave in un Paese come il nostro nel quale le PMI costituiscono la gran parte del tessuto produttivo.

Partendo da queste considerazioni, si è allora pensato di vedere quale fosse la "situazione del valore" nelle piccole e medie imprese pratesi. L'occasione ci è stata fornita dal presidente della Camera di Commercio di Prato, Silvano Gori, il quale ha messo a disposizione i dati di bilancio di un gruppo di aziende che rappresentano un'espressione particolarmente significativa e qualificata dell'imprenditorialità del distretto.

L'obiettivo dell'indagine è stato duplice:

- cercare di verificare se e in che misura tali imprese creano realmente valore per i portatori di capitale di rischio;
- individuare i principali fattori che sono alla base della creazione di valore.

Indubbiamente, la concreta applicazione della metrica del valore ai dati delle imprese del campione ha posto alcuni *problemi* di difficile soluzione. Per superarli, si è dovuto fare ricorso ad espedienti concettuali e di calcolo. Questo significa almeno due cose.

La prima, che non si è calcolato un EVA® "puro". Più propriamente si è adottata la logica sottesa al modello EVA®, adattandola però alle contingenze affrontate, tipiche della realtà delle PMI. La seconda, che i risultati dell'indagine potranno e dovranno ancora essere perfezionati. Tuttavia, le indicazioni che da essa emergono ci sembrano, già ora, di grande interesse.

In questo senso, è opportuno sottolineare tre possibili *ricadute operative* del lavoro condotto:

- la metrica del valore, grazie anche all'accento posto sui driver di valore, potrebbe aiutare gli imprenditori a comprendere meglio i fattori che condizionano l'economia delle loro imprese e, dunque, le leve gestionali sulle quali concentrare l'attenzione dei processi di pianificazione e controllo. Infatti, i modelli di creazione del valore possono essere applicati non solo all'impresa nel suo complesso, ma anche a singoli progetti di investimento e a tutti i diversi livelli dell'organizzazione;
- i risultati dell'indagine possono offrire, ad ogni impresa del campione, dei *benchmark*, ossia dei valori di riferimento rispetto ai quali traguardare le proprie scelte di gestione. A questo fine, i risultati dell'indagine rappresentano un significativo strumento per svolgere confronti con i concorrenti, ossia uno strumento di analisi competitiva;
- i dati ottenuti, infine, possono rappresentare un mezzo di *comunicazione*. E', infatti, importante non solo saper creare valore ma anche saperlo comunicare. Comunicandolo, l'impresa pone le basi per accrescerlo ulteriormente, riuscendo ad ottenere più facilmente ed economicamente le *collaborazioni* che le sono necessarie per svilupparsi e consolidarsi. In quest'ottica, una collaborazione irrinunciabile è quella dei finanziatori, essendo il capitale la risorsa vincolo per eccellenza. Comunicare, inoltre, è il presupposto per rendere la PMI impresa visibile, autonoma rispetto alla sua base proprietaria e, quindi, potenzialmente *negoziabile* sul mercato finanziario.

Perché queste opportunità si possano concretizzare, comunque, è necessario si realizzino tre condizioni:

1. anzitutto, è indispensabile che l'analisi condotta non resti un fatto episodico. Al contrario, occorre dare sistematicità e continuità al monitoraggio dei processi di creazione del valore in atto nel distretto. Questo richiede la creazione di un *osservatorio permanente* all'interno del quale condurre annualmente misurazioni ed analisi della dinamica del valore;
2. in secondo luogo, è necessario che la logica della creazione del valore penetri nella *cultura imprenditoriale* del distretto. Solo allora, il valore sarà veramente incorporato nell'orientamento strategico di fondo dei nuclei proprietari delle imprese, permeandone i comportamenti. A questo fine è essenziale una costante e capillare opera di sensibilizzazione culturale. Nel condurre tale opera occorre tener conto che ogni modello, per poter dare i frutti migliori, deve essere adattato al contesto in cui si cala. In questo senso, la sensibilizzazione e la crescita culturale devono essere alimentate da un costante scambio dialettico fra mondo imprenditoriale, mondo delle professioni e ricercatori;
3. infine, è essenziale che le imprese inizino gradualmente a porsi un'altra questione. Se, infatti, è vero che l'imperativo è quello di creare valore è anche vero che, per crearlo, è necessario il concorso di numerosi soggetti ed attori economici. È a questi che, una volta

creato, il valore deve poi essere, in qualche misura, distribuito. Si apre, così, un capitolo strettamente legato a quello del valore, il capitolo delle regole che disciplinano e tutelano il concorso degli *stakeholder* alla creazione ed alla distribuzione del valore. Volendo impiegare una terminologia oggi in grande voga, il problema da affrontare è quello della *governance*.

La presenza di regole di governance si rivela strategica soprattutto per istaurare *collaborazioni* finanziarie. Se, come ormai sembra, il futuro è la globalizzazione dei mercati, solo le imprese che sapranno crescere, dimensionalmente o qualitativamente, potranno sostenere con successo la competizione globale. Nessuna crescita, però, è possibile senza il supporto di adeguati capitali. Ora, non è ipotizzabile che i capitali necessari debbano venire tutti dalla base proprietaria. Una tale scelta sarebbe contraria al principio economico della diversificazione del rischio. Essa alzerebbe, inevitabilmente, il costo del capitale sopportato dal nucleo imprenditoriale e, paradossalmente, potrebbe distruggere valore invece di crearlo. Da qui, la necessità di contributi apportati da terzi. Ma questi si indirizzeranno inevitabilmente laddove, da un lato, si dimostri di saper creare valore e, dall'altro, di avere regole chiare che disciplinino i rapporti fra gli *stakeholder*, in generale, e gli *shareholder*, in particolare. La presenza di tali condizioni è la miglior tutela che l'impresa può offrire a qualunque investitore.

La governance, dunque, è, sotto molti aspetti, l'altra faccia della medaglia del valore. Proprio per questo, la ricerca, i cui risultati sono riassunti nel presente lavoro, sta continuando. L'attenzione si va spostando sui meccanismi di governo adottati dalle imprese di cui è stata misurata la prestazione in termini di valore creato. Siamo fiduciosi che una lettura incrociata dei risultati di queste due esplorazioni potrà consentire di individuare le forme di governance più adatte a fare del valore il motore dell'attività imprenditoriale e la fonte di benessere economico per l'intero distretto.

Sommario:

1. L'*Economic Value Added* come modello di riferimento per l'analisi della creazione di valore. - 2. Gli adattamenti del modello: tre possibili indicatori di valore per le PMI. 2.1. Il *Surplus Economico Operativo*. 2.2. L'*Economic Value Added Operativo*. 2.3. L'*Economic Value Added* per le PMI. 2.4. Una lettura integrata dei tre indicatori di valore. - 3. Impostazione metodologica dell'analisi svolta. - 4. Il valore creato nel distretto dalle PMI tessili. - 5. I *driver* del valore. 5.1. L'economicità operativa. 5.1.1. La redditività delle vendite. 5.1.2. La rotazione del capitale investito. 5.2. Il costo medio ponderato del capitale. - 6. Il ritratto della PMI tessile pratese che crea valore.

1. L'Economic Value Added come modello di riferimento per l'analisi della creazione di valore

L'Economic Value Added®[2] (da ora in avanti EVA®) è una misura di valore che, negli ultimi anni, ha trovato una diffusa applicazione nella realtà operativa dei più grandi gruppi internazionali e, più di recente, anche in Italia, grazie soprattutto alla relativa semplicità d'impiego e alla solidità dei fondamenti teorici che ne stanno alla base.

L'EVA® si ottiene dalla differenza tra il reddito operativo al netto delle imposte ed il costo del capitale impiegato, acquisito sia con vincolo di rischio, sia con vincolo di debito. In termini analitici:

$$\boxed{EVA = NOPAT - (WACC \times COIN)}$$

dove:

NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*) = risultato operativo netto dopo le imposte;
WACC (*Weighted Avarage Cost of Capital*) = costo medio ponderato del capitale;[3]
COIN[4] = capitale operativo investito netto.

Tale formula può essere espressa anche in modo da evidenziare lo "spread" tra redditività del capitale investito nella gestione operativa e costo dello stesso. Per fare ciò, occorre moltiplicare e dividere tutti i membri dell'equazione per COIN:

$$\boxed{EVA = (ROI - WACC) \times COIN} \qquad [2]$$

dove:

ROI = redditività del capitale investito nella gestione operativa (NOPAT/COIN)

La chiave di lettura è immediata: un valore positivo dell'EVA® indica l'ammontare di valore economico che l'impresa, attraverso la sua gestione, aggiunge al proprio capitale, mentre un valore negativo segnala quanto ne sottrae.

L'EVA®, esprimendosi in termini di flussi di reddito, risulta essere legato alle manifestazioni economiche della gestione anche nel breve termine. Il flusso di reddito, infatti, è espressivo del risultato effettivamente raggiunto in un singolo esercizio poiché calcolato sulla base del principio della competenza. Al contrario, alcuni degli strumenti di stima del valore basati sui flussi di cassa non hanno la stessa capacità segnaletica nel breve termine. I flussi di cassa, infatti, sono un ottimo indicatore del valore di un investimento, se calcolati con riferimento all'intero ciclo di vita dello stesso. Essi, tuttavia, non esprimono il risultato di un esercizio, ma soltanto la liquidità generata nel periodo di riferimento.

L'EVA®, inoltre, fornisce una misura "assoluta" di valore, poiché nasce dal confronto del flusso di reddito prodotto dal capitale investito nella gestione operativa con il costo di

quest'ultimo. Al contrario, indicatori del tipo ROI esprimono una misura relativa della redditività, poiché prescindono dalla struttura finanziaria e dal costo della stessa.

2. Gli adattamenti del modello: tre possibili indicatori di valore per le PMI

L'impiego della metrica EVA® per misurare il valore creato da imprese di piccola e media dimensione pone, all'atto pratico, difficoltà concernenti:

a) la determinazione del NOPAT;
b) la determinazione del costo medio ponderato del capitale ed in particolare del costo del capitale di rischio.

a) La determinazione del NOPAT.

La determinazione del NOPAT è di fondamentale importanza ai fini della comprensione della reale performance di valore dell'impresa, poiché esprime l'ammontare di profitto disponibile per la remunerazione di coloro che hanno investito capitali nell'azienda, vuoi come portatori di capitale di rischio vuoi come finanziatori esterni.

In particolare, il NOPAT è determinato come segue:

Ricavi operativi numerari	-
Costi operativi numerari	=
Risultato operativo lordo	-
Ammortamenti e accantonamenti operativi	=
EBIT (Earnings before interests and taxes)	-
Imposte sul reddito operativo	=
NOPAT	

Seguendo la logica del modello EVA®, le imposte assunte nel calcolo del NOPAT sono imposte "*unlevered*", ossia imposte che non tengono conto dell'effetto di scudo fiscale esercitato dagli oneri finanziari.

Sul piano pratico, ciò comporta che la determinazione del NOPAT non può compiersi utilizzando semplicemente le imposte rilevate a Conto Economico nei bilanci d'esercizio.

L'individuazione del carico fiscale "*unlevered*" non può neppure compiersi limitandosi ad applicare all'EBIT una decurtazione percentuale corrispondente all'aliquota fiscale, ossia:

NOPAT = EBIT x (1 – t)

Con t = aliquota fiscale.

Infatti, fino al 1997, l'imposizione diretta sul reddito d'impresa si fondava sulle due seguenti imposte, entrambi gravanti sull'utile d'esercizio:

- ILOR, gravante sul reddito d'impresa nella misura del 16,2%;
- IRPEG, gravante nella misura del 37%.

Sulla base di questa impostazione, si sarebbe potuto determinare l'aliquota t, come somma delle due percentuali summenzionate per poi applicarla al reddito operativo.

Come noto, tuttavia, dal gennaio del 1998 è stato introdotto un nuovo impianto fiscale che ha determinato la sostituzione dell'ILOR con il tributo IRAP e l'applicabilità di un nuovo meccanismo di calcolo per l'IRPEG (detto Dual Income Tax). L'IRAP ha come base imponibile il valore della produzione netta,[5] su cui grava per il 4,25%; l'IRPEG, invece, viene calcolata sull'utile d'esercizio.[6] Di conseguenza, le due aliquote d'imposta, poiché applicate su basi imponibili diverse, non sono sommabili.

Ai fini della determinazione del NOPAT, quindi, non è possibile utilizzare un'aliquota d'imposta media, anche perché, così facendo, si prescinderebbe dalle variazioni fiscali apportate in dichiarazione. Per superare tali limiti, si è proceduto nel seguente modo:

- si è sottratto dal risultato operativo lordo (EBIT) la Voce 22 del Conto Economico civilistico "Imposte sul reddito d'esercizio",[7] comprensiva sia dell'importo dell'ILOR per l'anno 1997 e dell'IRAP per gli anni 1998-99, sia di quello relativo all'IRPEG, di competenza dell'esercizio;
- per le stime relative al 1997 (anno in cui era ancora in vigore l'ILOR), si sono incrementate le imposte, rilevate a Conto Economico, del 53,2% degli oneri finanziari. Tale incremento rappresenta lo scudo fiscale esercitato dagli interessi passivi;
- per quanto riguarda le stime relative agli anni a partire dal 1998 (anno in cui è entrata in vigore l'imposta IRAP), tenendo conto del fatto che gli oneri finanziari sono un costo deducibile solo ai fini IRPEG, si è aggiunto alle imposte di competenza il risparmio generato dallo scudo fiscale stimato nel 37% degli oneri finanziari;

In pratica:

Imposte sul reddito d'esercizio (Voce 22 del C.E.)	+
Scudo fiscale su OF (37% x Voce C. 17 del C.E.)[8]	=
Imposte sottratte dal reddito operativo per la determinazione del NOPAT	

Anche questo modo di procedere, tuttavia, non è esente da limiti. Esso considera infatti, ai fini del calcolo dell'effetto di leva fiscale, un'aliquota IRPEG sempre pari al 37%, trascurando l'effetto dell'agevolazione della Dual Income Tax (DIT).[9] Tuttavia, per garantire l'esatta determinazione dello scudo fiscale, dovremmo disporre, per ciascuna azienda, di una specifica documentazione, suppletiva rispetto ai bilanci civilistici, dalla quale attingere i dati per eseguire i necessari correttivi.

b) La determinazione del costo medio ponderato del capitale ed in particolare del capitale di rischio.

Come già accennato, il secondo problema che si incontra nell'applicazione dell'EVA®, quale strumento di stima del valore creato, riguarda la determinazione del costo medio ponderato del capitale. In particolare, le maggiori difficoltà emergono al momento di stimare il costo del capitale di rischio.

Quest'ultimo, come noto, non esprime un costo monetario, bensì un costo opportunità, vale a dire una grandezza pari al rendimento minimo richiesto da un investitore per finanziare l'azienda, date le condizioni di rischiosità che ne caratterizzano la gestione.

Al momento, il modello di fatto più utilizzato, per il calcolo del costo del capitale di rischio, è il *Capital Asset Pricing Model* (da ora in avanti CAPM). Esso, in ipotesi di mercati efficienti e caratterizzati da aspettative omogenee degli investitori, prevede di determinare il rendimento atteso del capitale di rischio attraverso la somma di due addendi:

1. il **tasso risk free**, cioè quel tasso d'interesse offerto da investimenti in attività prive di rischio, ad esempio titoli di stato;
2. il **premio per il rischio**, cioè il prodotto fra il premio per il rischio di mercato e il grado di rischiosità dell'impresa espressa dal coefficiente b

$$Ke = rf + ß[E(rm) - rf]$$

dove:

rf = tasso privo di rischio
$E(rm)$ = rendimento atteso di mercato
$E(rm) - rf$ = premio per il rischio di mercato
b = coefficiente di rischio sistematico[10] dell'attività dell'impresa.

Secondo il CAPM, dunque, il costo del capitale di rischio è funzione lineare del grado di rischio sistematico espresso dal coefficiente b. In particolare, b misura l'attitudine storica del rendimento di un investimento azionario a variare in misura maggiore (b>1) o minore (b<1) rispetto all'indice di mercato di riferimento. In concreto, il valore del b viene calcolato impiegando tecniche statistiche di regressione applicate a serie storiche dei rendimenti di portafogli azionari.

Tuttavia, nonostante i suoi pregi e la sua validità, risulta particolarmente problematico applicare questo approccio alle imprese non quotate, poiché esso prevede che tutti i valori inclusi nel calcolo vengano rilevati sulla base di dati disponibili sui mercati finanziari. In particolare, le maggiori difficoltà sono legate alla possibilità di determinare il coefficiente b.

Per superare tali difficoltà, si è fatto ricorso a tre diversi approcci di stima del costo del capitale. A ciascuno di essi viene a corrispondere un particolare metodo di misura del valore creato.

I metodi individuati sono i seguenti:

a) Surplus Economico Operativo (SEO);

b) Economic Value Added operativo (EVAop);

c) Economic Value Added per le PMI (EVA_{PMI}).

In ogni caso, i diversi metodi sono suscettibili di una lettura integrata, rappresentando sempre variazioni sul tema della logica EVA®.

2.1. Il Surplus Economico Operativo

Il Surplus Economico Operativo (da ora in avanti SEO) è dato dalla seguente espressione:

$$\boxed{SEO = EBIT - (i \times COIN)}$$

dove:

EBIT = *Earnings Before Interests and Taxes*

i = tasso rappresentativo del costo dell'indebitamento

COIN = capitale operativo investito netto

L'interpretazione del SEO è agevole: laddove SEO è positivo, l'impresa crea valore; dove SEO è negativo, lo distrugge.

La logica sottesa al calcolo del SEO determina la remunerazione del capitale proprio senza tener conto dell'intensità del rischio sistematico. Di conseguenza, al capitale proprio si assegna un costo opportunità pari ad un tasso espressivo del costo del debito.

Per una stima di quest'ultimo, si sarebbero potuti utilizzare dati contabili, rapportando gli oneri finanziari all'indebitamento medio rilevati a bilancio nel corso del periodo osservato (ROD[11] contabile). Tuttavia, si è ritenuto opportuno ricorrere ad un *parametro standard* di riferimento (ROD standard), così da evitare che l'effetto di eventuali agevolazioni creditizie per alcune aziende e/o il ricorso regolare e rilevante di queste alla «circolazione cambiaria» potessero alterare la valutazione. Il valore impiegato come ROD standard è stato, il «*tasso medio di interesse bancario a breve temine richiesto sulle operazioni di prestito alla clientela residente*». Tale tasso è periodicamente pubblicato sul Bollettino Economico del Servizio Studi della Banca d'Italia.

E' opportuno, inoltre, evidenziare che il SEO supera le difficoltà, precedentemente esposte, concernenti l'individuazione delle imposte per il calcolo del NOPAT. Esso, infatti, fornisce una

stima della creazione di valore al lordo del carico fiscale. In questo senso, il margine reddituale assunto nei calcoli diventa l'EBIT.

2.2. L'Economic Value Added operativo

La valutazione condotta con il metodo SEO implica che il capitale conferito da terzi, a titolo di debito, e quello apportato dagli investitori, a titolo di capitale di rischio, siano remunerati in ugual misura. Il margine di errore compiuto nell'eseguire una stima di questo tipo risulterà, quindi, tanto più elevato quanto più le imprese sono capitalizzate. È opportuno, dunque, integrare i risultati offerti dal SEO con un altro indicatore, l'EVA operativo (EVAop), in modo da disporre di un quadro più completo di analisi.

L'EVA operativo è espresso dalla seguente formula:

$$\boxed{\mathbf{EVAop = NOPAT - (r \times COIN)}}$$

dove:

r = y + β op. x P
y = rendimento medio sui titoli di Stato
bop = beta operativo contabile
P = premio unitario per il rischio

Come l'analisi del SEO, anche l'EVAop si concentra sulla dimensione operativa della gestione, escludendo qualsiasi considerazione relativa alla struttura finanziaria dell'impresa.

L'ipotesi base è che l'impresa operi in assenza di indebitamento, finanziandosi solo con mezzi propri. L'aspetto più problematico nell'applicazione della formula, ma al contempo più interessante, riguarda dunque la determinazione del tasso di rendimento minimo richiesto dal capitale ai fini della creazione del valore. Questo è stato calcolato mediante l'impiego di una particolare versione del CAPM che utilizza dati contabili dell'impresa. In particolare, ***r*** è frutto della somma (y + β op. x P), ossia del tasso di remunerazione su investimenti *risk-free* e del prodotto tra il *b operativo* ed il premio unitario per il rischio di mercato. Nelle nostre analisi tali valori sono stati individuati sulla base di quanto segue.

Per quanto riguarda il primo termine (y), secondo la prassi internazionale, si utilizza il tasso di rendimento medio dei BTP a 10 anni. In realtà, poiché l'indagine si rivolge ad un periodo di soli tre anni, si è preferito utilizzare il tasso di rendimento medio dei BTP quinquennali, al netto dell'imposta sostitutiva (pari al 12,50%), per il periodo di riferimento 1997-1999.

Come stima di P, invece, viene assegnato un premio unitario per il rischio compatibile con le stime della Banca d'Italia sui differenziali dei rendimenti reali di equilibrio tra azioni e titoli di

Stato di lungo periodo. Nel caso specifico della nostra analisi, P è stato stimato, per il 97-98, pari al 4%, mentre, per l'anno 1999, pari al 3%.

Il problema principale riguarda, tuttavia, la stima del coefficiente di rischio sistematico, il β *operativo*.

A tal proposito è opportuno ricordare che la rischiosità sistematica d'impresa può essere scomposta in due aspetti fondamentali:

- rischiosità *operativa*, che esprime la volatilità (di origine sistematica) della redditività operativa d'impresa determinata essenzialmente dalla *struttura dei costi*;
- rischiosità *finanziaria*, espressione della volatilità della redditività netta d'impresa, determinata dal *grado di indebitamento finanziario* d'impresa.

Ne consegue che, nell'ipotesi che non esista indebitamento e che l'impresa si finanzi solo con capitale di rischio, l'effetto della rischiosità finanziaria sul β viene del tutto a mancare ed il β d'impresa si configura semplicemente come β *operativo* (βop).

Da queste considerazioni si può concludere che nel modello dell'EVAop, dove il costo del capitale di rischio coincide con il costo del capitale d'impresa, la rischiosità sistematica viene a dipendere esclusivamente dalle condizioni operative della gestione.

In presenza di PMI non quotate, per le quali, dunque, non è possibile fare ricorso a β di mercato, la stima del βop può essere compiuta attraverso una *regressione* tra la redditività operativa di ciascuna azienda oggetto di valutazione e quella dell'intero campione di imprese che rappresentano i diversi settori della Trasformazione Industriale,[12] considerando un periodo di tempo statisticamente significativo.

In pratica, la regressione[13] consiste nel confrontare un vettore di rapporti (MOL/Att.vo op.lordo) per la singola azienda ed uno che rappresenta la media della redditività delle imprese rappresentative della trasformazione industriale. L'ipotesi alla base di un tale modo di procedere è la presenza di una relazione lineare tra la redditività operativa di ciascuna azienda e quella dell'intero campione della trasformazione industriale:

$$\frac{Mol}{Att.op\ lordo}\text{singola } azienda = \alpha + \beta \times \frac{Mol}{Att.op\ \text{lordo}} campione \text{ della Trasf. Ind.} \qquad [7]$$

dove β rappresenta l'inclinazione della retta e α l'intercetta.[14]

In questo modo, l'inclinazione della retta che meglio interpola lo *scatter* di punti (MOL/Att.op.l. singola azienda; MOL/Att.op.l. medio del campione) rappresentati sugli assi cartesiani, fornisce una stima del β *operativo* «*contabile*». Studi empirici hanno dimostrato una sufficiente associazione statistica tra il β *operativo* «*contabile*» e quello basato sui dati di

mercato, calcolati con riferimento alle imprese quotate. È così possibile aggirare l'ostacolo posto dalla determinazione del costo del capitale di rischio nel caso di imprese non quotate.

L'applicazione di questa logica alle PMI tessili incluse nel campione ha, tuttavia, incontrato un limite costituito dall'estensione del periodo di riferimento dell'analisi. Nel nostro caso, infatti, l'analisi si è svolta lungo il periodo 97-99. Le osservazioni per ciascuna impresa ed i punti da interpolare sarebbero, quindi, soltanto tre: l'utilizzo della regressione non avrebbe, pertanto, significato statistico. Il metodo di stima del b attraverso la regressione effettuata sui dati contabili, restava però la soluzione più oggettiva ed anche la più attendibile. Si è allora impiegato un b, stimato dalla Centrale dei Bilanci. La regressione della Centrale è stata condotta, per il periodo '83-'96, sui dati contabili di un campione rappresentativo delle PMI tessili di Prato non quotate. Guardando alle imprese del campione identificate dal codice ISTAT 17.20, lo stesso codice delle imprese appartenenti al cluster oggetto della nostra analisi, il b stimato dalla Centrale dei bilanci è risultato pari a 1,138.

Il ricorso al b della Centrale dei Bilanci trova giustificazione in due circostanze.

In primo luogo, in soli tre anni, dal '97 al '99, difficilmente si possono ipotizzare apprezzabili cambiamenti nel valore di b rispetto a quanto ottenuto da una regressione estesa ai tre lustri precedenti ('83-'96).

In secondo luogo, in condizioni normali e in un'ottica di medio/lungo termine, il livello di rischio operativo sistematico di una società non dovrebbe divergere, almeno significativamente, da quello medio delle società simili operanti nello stesso settore. Quindi, poiché il modello dell'EVAop tralascia volontariamente gli aspetti legati alla politica finanziaria delle imprese, si è ritenuto plausibile applicare a tutte le unità del nostro campione la medesima stima di b *operativo*.

2.3. L'Economic Value Added per le PMI

Come detto, SEO ed EVAop si concentrano esclusivamente sulla dimensione operativa della gestione. Al fine di avere un quadro più completo della capacità di generare valore mostrata dalle PMI osservate, viene introdotto un terzo indicatore definito EVA_{PMI}.

Guardando alla sua formulazione, EVA_{PMI} si fonda sul confronto fra il NOPAT ed il costo medio ponderato del capitale. In termini analitici avremo:

$$\boxed{EVA_{PMI} = NOPAT - (WACC \times COIN)}$$

dove:

WACC = i x (1-t) x Df/(Df+E) + Ke x E/(Df+CN)
Ke = y + b_l x P
b_l = beta levered contabile
P = premio per il rischio
i = costo dei debiti finanziari
t = aliquota fiscale IRPEG [15]; per il solo '97 anche ILOR
Df = debiti finanziari
E = capitale netto

La peculiarità di EVA_{PMI} è quella di considerare anche aspetti legati alla struttura finanziaria delle imprese osservate. Di conseguenza il rischio sistematico è determinato anche dal grado di indebitamento che caratterizza l'impresa, oltre che dalle condizioni operative della sua gestione.

In questo senso, il b *levered* rappresenta l'elemento peculiare dell'EVA_{PMI}. Esso viene costruito, per ciascuna azienda, partendo dalla stima della Centrale dei Bilanci relativamente alla dimensione operativa del rischio. Il b *operativo* è poi corretto, iniettandovi la componente del rischio riconducibile alla struttura finanziaria aziendale, attraverso la seguente formula:

$$b \text{ levered} = \frac{b_u\left[E + Df\left(1-t\right)\right] - b_d Df\left(1-t\right)}{E} \qquad [9]$$

dove:

b_u = b operativo (*unlevered*)
E = capitale netto
Df = debiti finanziari
t = aliquota fiscale IRPEG; per il solo '97 anche ILOR
b_d = beta del debito

Assumendo b_d = 0 (ipotesi plausibile poiché il debito societario, pur non essendo esente da rischio, offre comunque rendimenti che possiamo considerare certi) l'espressione diviene:

$$b \textbf{ levered} = b_u \textbf{ x } \left[1 + (1-t) \textbf{ x } \frac{Df}{E}\right] \qquad [10]$$

EVA_{PMI}, indubbiamente, si avvicina molto al classico EVA® di Stewart III. Da esso, tuttavia, differisce per due rilevanti ordini di motivi i quali corrispondono altrettante condizioni e connesse problematiche di calcolo tipiche delle PMI. Da cui la qualifica di $_{PMI}$ attribuita all'indice.

Anzitutto, nel calcolo di EVA_{PMI} non vengono operate "rettifiche contabili", come invece il metodo originale richiede. E questo perché, impiegando bilanci ufficiali di PMI, tali rettifiche

risultano di fatto impossibili. Inoltre, le variabili assunte nel calcolo di EVA_{PMI} sono sempre di natura contabile. E questo perché, come già ricordato, le imprese di piccola e media dimensione sono solitamente estranee a mercati finanziari regolamentati.

2.4. Una lettura integrata dei tre indicatori di valore

La lettura integrata dei risultati espressi dai tre strumenti individuati, SEO, EVAop, EVA_{PMI}, consente di stimare l'incidenza che il costo opportunità del capitale, il carico fiscale e la struttura finanziaria hanno sulla creazione di valore.

Con il calcolo del SEO viene evidenziata, infatti, l'incidenza, sui giudizi di valore, della mancata stima del costo opportunità del capitale di rischio, nonché del carico fiscale.

L'EVAop consente di stimare la capacità di un'impresa di generare valore attraverso la dimensione operativa della gestione, escludendo qualsiasi considerazione relativa agli equilibri finanziari e patrimoniali, sulla base di una forte semplificazione che vede come unico canale di finanziamento quello del capitale proprio.

Confrontando l'EVA_{PMI} con l'EVAop, infine, si ha la possibilità di comprendere l'incidenza delle scelte finanziarie d'impresa sulla creazione di valore ed avere un quadro completo di analisi.

Insieme, i tre indicatori forniscono più che una stima puntuale del valore creato, un intervallo di valori ai quali fare riferimento nel processo decisionale, gestionale e strategico.

3. Impostazione metodologica dell'analisi svolta

Obiettivo primario del nostro lavoro è stato quello di disegnare un ritratto dell'area tessile pratese, vista nell'ottica della creazione del valore. A questo fine si è proceduto ad individuare un campione di piccole e medie imprese operanti nel distretto.

La base di riferimento per la formazione del campione analizzato è stata l'universo delle aziende tessili iscritte alla Camera di Commercio di Prato. I criteri di selezione sono stati i seguenti:

1. esclusivamente lanifici;
2. appartenenza a diverse classi di fatturato a partire da 10 miliardi;
3. forma societaria di SRL e SPA.

Per quanto riguarda il primo punto, le imprese incluse nel campione appartengono a tre diverse classi di fatturato:

- da 10 a 30 miliardi;
- da 30 a 50 miliardi;
- oltre i 50 miliardi.

Per quanto riguarda il secondo criterio di selezione, nella formazione del campione sono stati scelti i lanifici. Questi, infatti, svolgono un ruolo cruciale nello sviluppo produttivo a rete della filiera tessile pratese per le seguenti ragioni:

- sono le imprese che programmano, distribuiscono e coordinano il lavoro all'interno del distretto e rappresentano perciò il fulcro del funzionamento del sistema stesso;
- fungono da interfaccia nelle relazioni tra il distretto e l'ambiente esterno e nei rapporti con i sub-fornitori, creando canali di informazione esterni e interni al sistema stesso;
- sono generalmente le imprese più sensibili alle problematiche organizzativo-gestionali;
- svolgono le attività strategiche e a più alto valore aggiunto dell'intero processo produttivo.

Infine, non sono state selezionate, per comporre il campione, società di persone ed aziende individuali. Questo perché solo le società di capitali hanno l'obbligo di depositare i bilanci. Peraltro, tra i lanifici del distretto tessile pratese vi è una netta prevalenza di società di capitale equipartite fra S.r.l. e S.p.A.

In merito ai bilanci delle società, è da sottolineare che si è provveduto ad esaminare i prospetti dello stato patrimoniale e del conto economico ed, inoltre, è stata ricercata ogni altra informazione utile nella Nota Integrativa, nella Relazione sulla gestione, nel Verbale dell'Assemblea e, ove presente, nella Relazione del Collegio Sindacale.

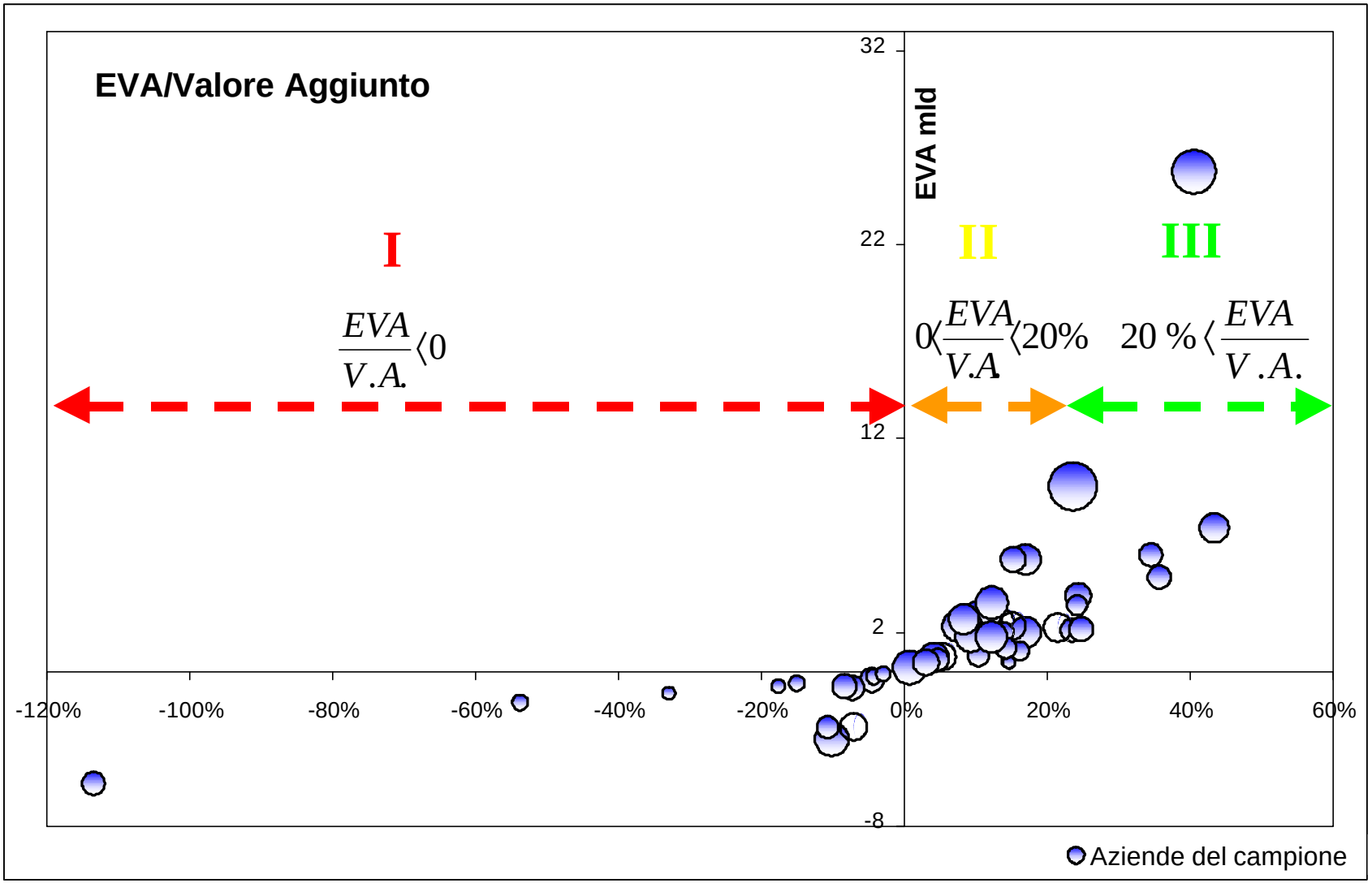
Al fine di giungere ad un quadro conoscitivo di sintesi ed al calcolo degli indicatori necessari all'analisi condotta, i prospetti contabili di ciascun'azienda sono stati riclassificati e poi sottoposti a successive rielaborazioni.

L'analisi, come già indicato, è sviluppata su un orizzonte temporale di 3 anni (1997-99) e si è concentrata sul confronto fra i profili di valore creato da ciascuna impresa osservata.

I passi compiuti nell'applicazione concreta della metodologia di analisi del valore, proposta nei precedenti paragrafi, sono stati i seguenti:

1. è stata stimata la creazione di valore per ogni impresa del campione esprimendola in termini di SEO, EVAop ed EVA_{PMI}, annualmente ed in termini cumulati per il periodo 97-99;
2. le imprese sono state raggruppate in tre classi, rispettivamente, di SEO, EVAop ed EVA_{PMI}, costruite sulla base dei risultati cumulati espressi in percentuale sul Valore Aggiunto[16] (cfr. grafico 1);
3. per ciascuna impresa, all'interno di ogni classe, è stato calcolato un sistema di indicatori ritenuti espressione dei *value driver*;
4. all'interno di ogni classe, sono state calcolate le mediane annuali per ogni indicatore[17] e ne è stata fatta la media aritmetica.

Grafico 1: Creazione di Valore nel triennio 1997-99



4. Il valore creato nel distretto dalle PMI tessili

Come già detto, la lettura integrata dei tre strumenti di stima del valore proposti consente una visione più completa del processo di creazione di valore e, in particolare, permette di distinguere l'incidenza della dimensione operativa da quella finanziaria sulla performance di valore.

In questo lavoro, tuttavia, per esigenze di sintesi espositiva, vengono presentati i valori medi delle mediane annuali degli indicatori per le sole classi di EVA_{PMI}/V.A.(%). Peraltro, dei tre strumenti, l' EVA_{PMI} risulta essere il più completo, in quanto confronta il risultato operativo con il costo medio ponderato del capitale espressivo sia del rischio operativo che di quello finanziario.

Dall'analisi complessiva delle imprese tessili del *cluster* di riferimento emerge che, nell'arco temporale 1997-99, sono stati generati circa **98 mld di EVA_{PMI}** [18], pari a circa il 11,3% del Valore Aggiunto complessivo (V.A.). In particolare, **l'entità del valore creato è pari a circa 120 mld** (13,8% del V.A.) e **quello distrutto circa 22 mld** (2,5% del V.A.).

Le imprese in grado di generare, cumulativamente nel triennio in esame, **un EVA_{PMI} positivo**, **sono state 37**, cioè il 74% del campione (cfr. grafico 1).

Nei tre anni di riferimento, le imprese con generazione di valore, costantemente positiva sono state 26, pari al 52% del campione, mentre le imprese con generazione di valore costantemente negativa sono state 8, pari al 16% del campione.

La maggioranza delle imprese che creavano (o distruggevano) valore nel 1997, quindi, hanno continuato a farlo nel 1998 e nel 1999. Tuttavia, se si osservano i valori riportati annualmente per ogni impresa, si notano dei notevoli cambiamenti nell'entità delle stime da un anno all'altro: nel corso di soli due anni, molte imprese hanno fatto registrare delle forti variazioni, sia positive che negative, addirittura in termini di miliardi di lire.

Questa profonda variabilità nella generazione (o distruzione) di valore è dovuta essenzialmente alla notevole volatilità della redditività operativa delle imprese che operano nel settore tessile. Tale settore risente, infatti, profondamente dell'andamento dell'intera economia, così come indica il b *operativo* contabile di settore che è maggiore di uno.

Inoltre, anche la dinamica del capitale operativo investito, in molte imprese del campione, ha fatto registrare forti 'sbalzi' da un anno all'altro. Le ragioni di tali andamenti sono legate, soprattutto, alla capacità di queste PMI di adattare la composizione qualitativa e la consistenza del capitale all'andamento congiunturale dell'economia. Una struttura del settore di questo tipo premia, indubbiamente, le imprese che meglio reagiscono al cambiamento.

Per un maggiore approfondimento dell'analisi, la creazione di valore è stata stimata con riferimento a tre diverse classi di fatturato, in cui sono state ripartite le imprese del campione.[19]

Ne è emerso, come mostra chiaramente la Tavola 1, che **sono state soprattutto le imprese con un fatturato di oltre 50 miliardi a registrare risultati positivi in termini di EVA_{PMI}.**

5. I driver del valore

Sulla base dei risultati conseguiti dalle imprese appartenenti alle tre classi di Valore Aggiunto complessivo (EVA_{PMI} /V.A.<0; 0< EVA_{PMI}/V.A.<20%; EVA_{PMI}/V.A.<20%), è stato costruito un "***albero del valore***".

Questo evidenzia i valori medi delle mediane annuali di un set di indicatori calcolati, con riferimento a ciascuna classe. Gli indicatori sono rappresentati dai tradizionali quozienti e margini contabili. Essi, tuttavia, assumono qui il significato di *value driver*, in quanto mirano a mettere in evidenza i principali "fattori causali" della creazione di valore (cfr Tavola 2).

Il confronto dei *value driver* della classe inferiore di EVA_{PMI}/V.A. (< 0 %) con quelli delle classi progressivamente superiori (da 0 a +20%; > +20%), si è rivelato di grande aiuto per comprendere le condizioni gestionali che dimostrano di avere maggiore influenza sulla complessiva performance ottenuta dalle varie imprese in termini di remunerazione dei capitali in esse investiti. In particolare, grazie ad un'attenta lettura sistematica delle condizioni segnalate dai *value driver*, è stato possibile disegnare uno schematico "*ritratto dell'impresa che crea valore*".

In concreto, la costruzione dell'albero del valore ha seguito coordinate ben precise dettate dalle determinanti stesse dell'EVA®, ossia:

- il reddito operativo;
- il capitale investito;
- l'imposizione fiscale;
- il costo medio ponderato del capitale (WACC).

Seguendo i dettami del metodo EVA®, per spiegare gli andamenti di queste grandezze, si è cercato di associare a ciascuna di esse indicatori di performance (*value driver*) che ne cogliessero i fattori causali più profondi.

Per quanto riguarda il *reddito operativo* ed il *capitale investito*, l'indicatore che più di ogni altro riesce a sintetizzare l'evolversi di tali grandezze è il ROI. Muovendo dal ROI, le cause che determinano la redditività operativa si possono ritrovare, secondo la nota formula "DU PONT", nella «*redditività delle vendite*» e nell'«*efficienza dell'utilizzo del capitale*».

Passando all'«*incidenza delle imposte*» sulla creazione di valore, questa, come abbiamo già avuto modo di vedere, è una delle variabili cruciali, sia per correggere il reddito operativo con le imposte di competenza (passando così dall'EBIT al NOPAT), sia per individuare lo scudo fiscale. Ovviamente, tale variabile è manovrabile in misura assai limitata dalle singole imprese

Tavola 1: La creazione di valore per classi di fatturato

Classi di fatturato	**10-30 mld**			**30-50 mld**			**> 50 mld**		
	valori assoluti	*in % rispetto a:*		*valori assoluti*	*in % rispetto a:*		*valori assoluti*	*in % rispetto a:*	
		classe	*campione*		*classe*	*campione*		*classe*	*campione*
EVA >0	**11**	**58%**	**22%**	**15**	**79%**	**30%**	**11**	**92%**	**22%**
EVA<0	**8**	**42%**	**16%**	**4**	**21%**	**8%**	**1**	**8%**	**2%**
numerosità della classe	**19**	**100%**	**38%**	**19**	**100%**	**38%**	**12**	**100%**	**24%**

Per questo motivo, non si scende in dettaglio nell'analisi delle cause che determinano l'incidenza del carico fiscale.

Il «*costo medio ponderato del capitale*», infine, è influenzato dal *rischio operativo* e dal *rischio finanziario.* Se l'approfondimento del rischio operativo spinge verso l'analisi della struttura dei costi e delle condizioni di efficienza, riassunta nell'analisi del ROI, per quanto riguarda il rischio finanziario è necessario indagare le condizioni di solvibilità dell'impresa. I fattori causali del WACC andranno ricercati allora in appropriati indicatori di «*solidità patrimoniale* e *liquidità*».

5.1. L'economicità operativa

Considerando anzitutto la determinante del valore espressa dal «*rendimento del capitale investito*», l'analisi condotta sulle imprese del campione evidenzia, come era facile aspettarsi, che le imprese creatrici di valore presentano un più elevato livello di ROI (4,67% I classe; 17,19% II classe; 29,29% III classe).

Alla base di questo risultato si ritrovano le performance ottenute nelle due fondamentali determinati del ROI: «*redditività delle vendite*» (ROS) e «*efficienza nell'utilizzo del capitale*» (CT).

Guardando ai valori del campione risulta, tuttavia, come le imprese con una migliore performance presentino sia un *maggior margine sui ricavi*, sia una *maggior efficienza nell'uso del capitale*.

5.1.1. La redditività delle vendite

L'andamento del ROS dipende dalle relazioni esistenti tra Ricavi e Costi operativi. Il livello di questi ultimi, fermo restando il peso relativo dei *costi esterni* (si veda, in Tavola 2, la sostanziale costanza del rapporto «*costi esterni/valore della produzione*» nelle tre classi), è strettamente legato ai livelli di produttività raggiunti nei processi interni di gestione. Per questo, la ricerca dei *value driver* si è indirizzata verso il calcolo degli indicatori di «*produttività del lavoro e del capitale*».

Per quanto riguarda la produttività del lavoro, il sistema degli indici calcolati mostra, in generale, una stretta correlazione con le performance di valore fatte registrare nelle diverse classi di EVA_{PMI}. Significativa, in particolare, è la dinamica del «*Valore Aggiunto pro-capite*» il quale manifesta un aumento di circa 69 milioni, passando dalla classe peggiore a quella migliore di EVA_{PMI}.[20]

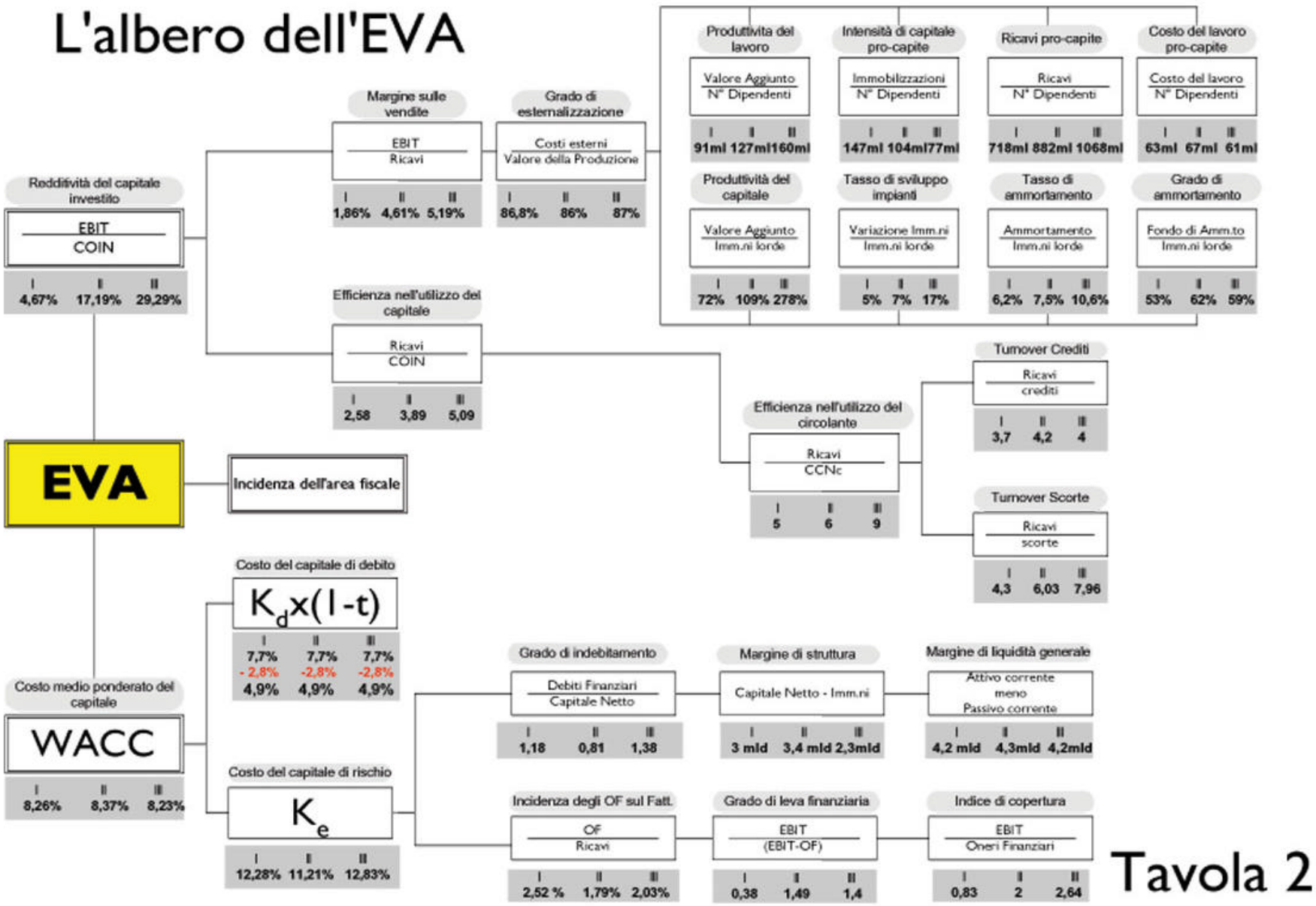

L'albero dell'EVA
Redditività del capitale investito
EBIT / COIN
I II III
4,67% 17,19% 29,29%
Margine sulle vendite
EBIT / Ricavi
I II III
1,86% 4,61% 5,19%
Grado di esternalizzazione
Costi esterni / Valore della Produzione
I II III
86,8% 86% 87%
Produttivita del lavoro
Valore Aggiunto / N° Dipendenti
I II III
91ml 127ml160ml
Intensità di capitale pro-capite
Immobilizzazioni / N° Dipendenti
I II III
147ml 104ml77ml
Ricavi pro-capite
Ricavi / N° Dipendenti
I II III
718ml 882ml 1068ml
Costo del lavoro pro-capite
Costo del lavoro / N° Dipendenti
I II III
63ml 67ml 61ml
Produttività del capitale
Valore Aggiunto / Imm.ni lorde
I II III
72% 109% 278%
Tasso di sviluppo impianti
Variazione Imm.ni / Imm.ni lorde
I II III
5% 7% 17%
Tasso di ammortamento
Ammortamento / Imm.ni lorde
I II III
6,2% 7,5% 10,6%
Grado di ammortamento
Fondo di Amm.to / Imm.ni lorde
I II III
53% 62% 59%
Efficienza nell'utilizzo del capitale
Ricavi / COIN
I II III
2,58 3,89 5,09
Efficienza nell'utilizzo del circolante
Ricavi / CCNc
I II III
5 6 9
Turnover Crediti
Ricavi / crediti
I II III
3,7 4,2 4
Turnover Scorte
Ricavi / scorte
I II III
4,3 6,03 7,96
EVA
Incidenza dell'area fiscale
Costo del capitale di debito
$K_d x(1-t)$
I II III
7,7% 7,7% 7,7%
- 2,8% -2,8% -2,8%
4,9% 4,9% 4,9%
Costo medio ponderato del capitale
WACC
I II III
8,26% 8,37% 8,23%
Costo del capitale di rischio
K_e
I II III
12,28% 11,21% 12,83%
Grado di indebitamento
Debiti Finanziari / Capitale Netto
I II III
1,18 0,81 1,38
Margine di struttura
Capitale Netto - Imm.ni
I II III
3 mld 3,4 mld 2,3mld
Margine di liquidità generale
Attivo corrente meno Passivo corrente
I II III
4,2 mld 4,3mld 4,2mld
Incidenza degli OF sul Fatt.
OF / Ricavi
I II III
2,52 % 1,79% 2,03%
Grado di leva finanziaria
EBIT / (EBIT-OF)
I II III
0,38 1,49 1,4
Indice di copertura
EBIT / Oneri Finanziari
I II III
0,83 2 2,64

Tavola 2

In tema di «*costo del lavoro pro-capite*», è opportuno notare come, in effetti, non ci siano delle sostanziali differenze tra i valori delle diverse classi, anche se si registrano valori più alti fra le imprese della classe intermedia. Questo, probabilmente, perché la composizione e la "qualità" dei dipendenti delle imprese, all'interno delle diverse classi, è sostanzialmente simile.

Guardando alla «*produttività del capitale*», il rapporto tra il «*Valore Aggiunto e le immobilizzazioni tecniche lorde*» si è dimostrato un efficace *value driver*. La capacità di creare valore, infatti, è sottolineata da un forte aumento dell'indice in questione, il quale triplica passando dalle imprese che distruggono valore a quelle eccellenti. Un tale andamento lascia ritenere che la dotazione tecnologica, incorporata negli impianti delle imprese migliori, sia più adeguata a fronteggiare le esigenze della gestione.

In questo senso, significative sono anche le indicazioni offerte dall'«*intensità di capitale pro-capite*» (da 147 a 77 milioni, rispettivamente per la I e la III classe). L'andamento di questo indice suggerisce che le imprese migliori tendono ad attuare processi più *leggeri*, delegando all'esterno le fasi più pesanti che richiederebbero una maggiore dotazione di capitale fisso. In altre parole, si tende a mantenere all'interno solo le fasi strategiche del processo produttivo (ideazione e realizzazione dei prototipi, promozione del campionario), affidando ai fornitori la gestione delle fasi che possono essere più efficientemente svolte da quest'ultimi.

Sempre nella prospettiva della «*produttività del capitale*», il «*tasso di sviluppo degli investimenti in capitale fisso*» (5%, I classe; 7% II classe; 17%, III classe) rivela la tendenza, nelle imprese migliori, ad investire costantemente in capitale fisso "più aggiornato". Inoltre, esse appaiono più attente a contrastare il rischio di obsolescenza, attuando più intense politiche di ammortamento. Chiare indicazioni in questo senso sono fornite dai valori assunti dal «*tasso di ammortamento*» (6,2%, I classe; 7,5% II classe; 10,6%, III classe). Quest'ultima circostanza spiega anche perché le imprese creatrici di valore denuncino un più alto «*grado di ammortamento*». Più che riflettere una maggiore età media delle immobilizzazioni, tale indicatore risente dei maggiori ammortamenti stanziati in ogni esercizio, che di conseguenza accrescono rapidamente il fondo ammortamento. Evidentemente, le imprese migliori sono riuscite a raggiungere ottimi risultati con meno capitale fisso e di più recente costituzione, ammortizzandolo più velocemente.

5.1.2 La rotazione del capitale investito

Seguendo l'albero dell'EVA®, la redditività operativa dipende, oltre che dal «*margine sulle vendite*», dall'«*intensità di utilizzo del capitale investito*», di cui è espressione il cosiddetto Capital Turnover (Ricavi/COIN).

Dall'analisi dei risultati ottenuti, si evince come le imprese che hanno fatto registrare le migliori performance di valore hanno avuto, in media, il più alto «*indice di rotazione del capitale investito*» (2,58% I classe; 3,89% II classe; 5,09% III classe). Questi risultati sottolineano ancora una volta la minore intensità di capitale impiegato dalle migliori imprese le quali, avendo alleggerito la propria struttura produttiva, dispongono di maggiori risorse da utilizzare per riqualificare gli investimenti produttivi.

Elementi di valutazione più puntuali sono stati ottenuti prendendo in esame, quale elemento critico del capitale investito nella gestione operativa, il «*Capitale Circolante Netto Commerciale*».[21] In questo modo, è stato possibile evidenziare come le imprese migliori siano state capaci di creare valore comprimendo il fabbisogno finanziario suscitato dal "ciclo operativo".[22]

Osservando le componenti principali del capitale circolante netto commerciale, è evidente come le imprese che creano valore, a differenza di quelle che invece lo distruggono, abbiano tempi d'incasso più rapidi, ma soprattutto un minor livello di scorte. Quest'ultimo aspetto, segnalato dall'indice di «*rotazione del magazzino*» (4,3 I classe; 6,03 II classe; 7,96 III classe), presuppone l'esistenza di un'efficiente rete logistica che consente di snellire il processo di approvvigionamento e la gestione delle scorte.

5.2 Il costo medio ponderato del capitale

Il «*costo del capitale*» (WACC), come già ricordato, è una media del costo del debito (al netto del beneficio fiscale legato alla deducibilità degli oneri finanziari) e del costo del capitale proprio. La media viene ponderata adottando, come fattori di ponderazione, il peso che il debito e il capitale proprio assumono sul valore espresso dalla loro somma.

$$\mathbf{WACC} = \mathbf{K_e} \times \frac{\mathbf{CN}}{\mathbf{Df+CN}} + \mathbf{K_d(1-t)} \times \frac{\mathbf{Df}}{\mathbf{Df+CN}}$$

Dal momento che, nell'indagine da noi condotta, il «*costo del capitale di debito*» utilizzato è fatto pari per tutte le imprese al "*tasso medio di interesse bancario a breve temine richiesto sulle operazioni di prestito alla clientela residente*"[23] e lo scudo fiscale sugli interessi è ipotizzato, per tutte le imprese, pari all'aliquota IRPEG del 37%[24], la variabile chiave diventa il «*costo del capitale di rischio*» (Ke).

Il «*costo del capitale di rischio*», ossia quanto si aspettano di ricevere gli investitori per rimanere o entrare nel capitale dell'impresa, dipende dalle condizioni di rischio operativo e finanziario della gestione. Se il rischio operativo è legato alla struttura dei costi dell'impresa e al contesto competitivo in cui essa svolge la sua attività, il rischio finanziario dipende, invece, dalla

struttura finanziaria dell'impresa e dalle ripercussioni che tale struttura, attraverso il carico degli oneri finanziari, ha sul reddito netto.

Nell'ambito dell'analisi condotta, il grado di rischio finanziario è stato messo a fuoco attraverso i seguenti indici: «*rapporto d'indebitamento*» (Debiti Finanziari/Capitale Netto, meglio conosciuto in campo internazionale come D/E), «*incidenza degli oneri finanziari sul fatturato*» (OF/Ricavi), «*grado di leva finanziaria*» (EBIT/(EBIT-OF)), «*tasso di copertura degli oneri finanziari*» (EBIT/Oneri Finanziari, meglio conosciuto in campo internazionale come *coverage ratio*), «*margine di struttura*» (Capitale Netto – Immobilizzazioni), «*margine di liquidità generale*» (Attività Correnti-Passività Correnti) altrimenti detto Capitale Circolante netto Finanziario (CCNf).

L'analisi congiunta dei valori di Ke e dei principali indicatori di solvibilità dimostra come ad un maggior rischio finanziario corrisponda un costo del capitale più elevato. A livello di costo medio ponderato del capitale, tuttavia, si registra una sostanziale invarianza del WACC. Infatti, non bisogna dimenticare che il WACC è un *costo medio ponderato* e che si è supposto costante il costo dell'indebitamento. Di conseguenza è sì vero che le imprese più indebitate, a causa di un maggior rischio finanziario, scontano un Ke più elevato; tuttavia, proprio perché utilizzano in minor misura questa fonte più onerosa, ottengono un «*costo medio ponderato del capitale*» sostanzialmente analogo a chi finanzia maggiormente la propria impresa con capitale netto, ma ad un costo, di quest'ultimo, meno elevato.

Alla luce di queste considerazioni, il fattore che maggiormente sembra incidere sulla capacità delle PMI tessili pratesi di creare valore si rivela la «*redditività del capitale investito*», considerata nelle sue diverse determinanti.

Tutto ciò non significa, però che il fattore costo del capitale abbia un rilievo trascurabile. Al contrario. Qualunque sviluppo degli investimenti finanziato mediante capitale di rischio, risulterà conveniente solo se la gestione saprà assicurare a quei capitali una remunerazione almeno pari a Ke, viceversa il "gioco non varrà la candela". Questa considerazione assume particolare rilievo nel caso in cui l'impresa intenda crescere avvalendosi del contributo finanziario di nuovi soci, ancorché soci meramente finanziatori e non imprenditori, come nel caso delle operazioni di *private equity*.

6. Il ritratto della PMI tessile pratese che crea valore

L'analisi comparata delle diverse classi di valore ha messo in luce gli aspetti essenziali del profilo economico che caratterizzano le imprese "migliori". Dalla lettura integrata dei valori medi delle mediane annuali degli indicatori, il cui comportamento si è rivelato quasi 'monotonico' al

variare dell'intensità di EVA_{PMI}/V.A., è possibile trarre delle conclusioni circa i fattori causali della capacità di creare valore.

Sintetizzando, si può constatare come le migliori performance delle imprese eccellenti derivino da prodotti ad alto contenuto di valore che consentono quindi elevati margini reddituali. Tali prodotti sono ottenuti tramite «*processi snelli*», di «*alta qualità*» e ad «*elevato rendimento*».

La leggerezza di tali processi produttivi, dovuta al favorevole ricorso a «*processi di esternalizzazione*» e ad un'«*efficiente logistica*», consente di minimizzare sia la dimensione strutturale, sia quella corrente del capitale investito. In altri termini, la bassa intensità di capitale circolante operativo, unita alla non elevata dotazione di capitale fisso pro-capite, fa di queste imprese delle vere e proprie risparmiatrici di capitale. Riescono, infatti, a generare i loro redditi con un impiego di risorse finanziarie minore rispetto a quello delle imprese che registrano tassi di EVA_{PMI}/V.A. inferiori.

Dal lato del costo del capitale, le imprese eccellenti si dotano di una «*struttura finanziaria moderatamente aggressiva*» che consente loro di utilizzare in modo efficiente la «*leva finanziaria*», massimizzando così la creazione di valore.

Già da queste brevi considerazioni, emerge il «*modello di funzionamento dell'impresa capace di creare valore*». Questo può essere stilizzato come proposto in Tavola 3. *In sintesi, strutture patrimoniali solide, capacità di mantenere il vantaggio competitivo con prodotti ad elevato contenuto di valore, alta produttività del lavoro e del capitale, processi produttivi leggeri, efficiente rete logistica appaiono i fattori chiave delle imprese più capaci di creare valore e, dunque, ottimi value driver su cui basare una valutazione consuntiva dei risultati raggiunti e, nello stesso tempo, su cui agire per migliorare le performance future.*

Il ritratto dell'impresa che crea valore

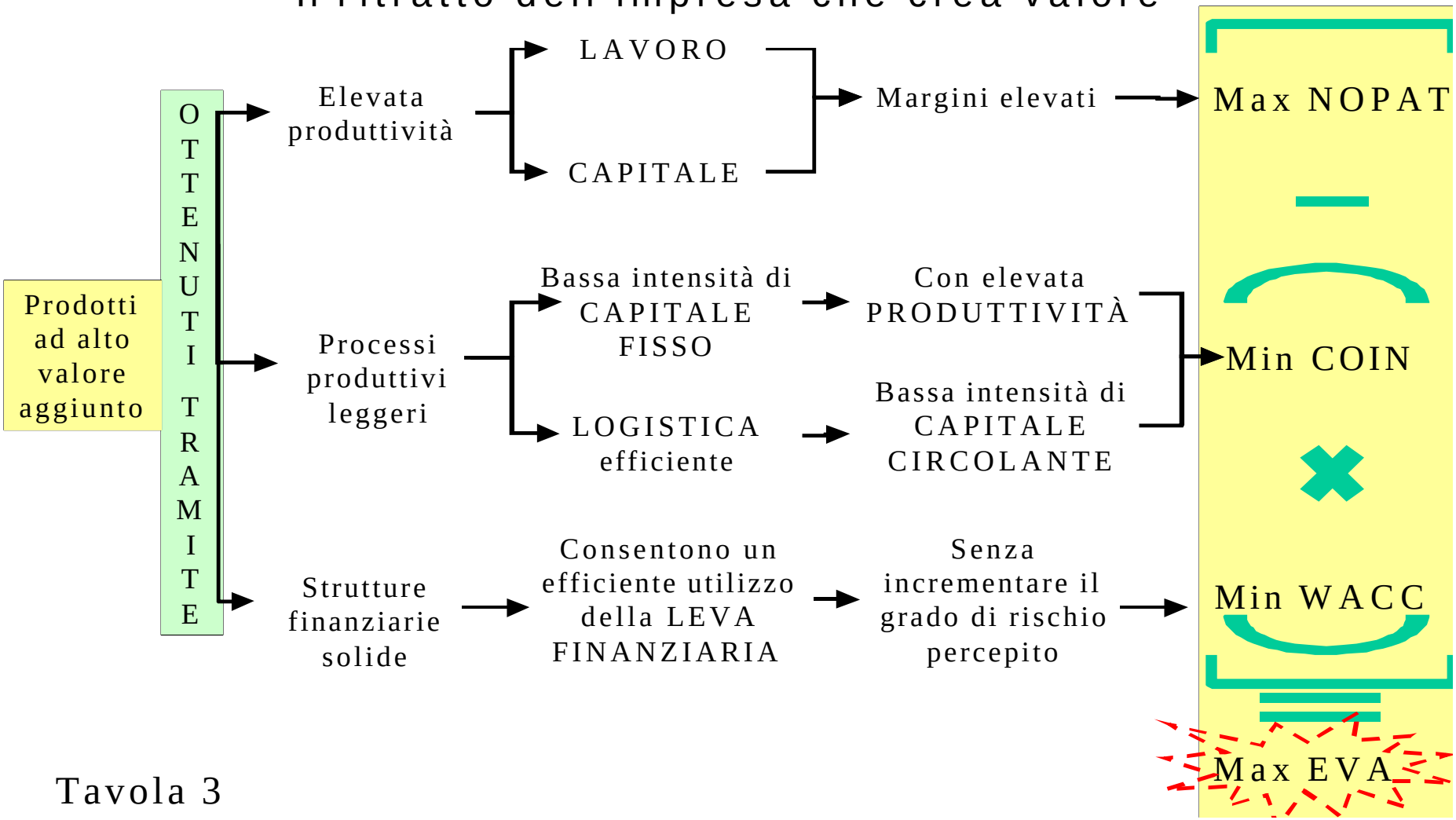


Tavola 3

Note

[1] Il presente lavoro, pur essendo frutto di una comune attività di ricerca, è da attribuirsi come segue: F. Giunta introduzione e paragrafo 5, M. Bonacchi paragrafi 1, 2 , 3, 4 e 6. Giovanna Savaglio ha curato la fondamentale attività di raccolta e elaborazione dei dati di bilancio. Gli Autori desiderano formulare un particolare ringraziamento a Franco Varetto, direttore della Centrale dei Bilanci, per aver fornito il valore del coefficiente « b unlevered» utilizzato nel presente studio per la stima del costo del capitale. Il debito verso la Centrale dei Bilanci riguarda anche la metodologia dalla quale si è tratto spunto per questa ricerca. In tal senso, un riferimento essenziale di questo studio è costituito da: VARETTO F., Doc. n. 6-luglio 1998, disponibile su <http://www.centralebilanci.com/>.

[2] Il modello dell'EVA è un marchio registrato di proprietà della società di consulenza statunitense Stern Stewart & Co. Per approfondimenti sul funzionamento del modello si veda: STEWART G. B. III, (1991), *The Quest for Value*, Haper Collins, New York, (nella traduzione italiana a cura di M. SPISNI, (1998), *La ricerca del valore: una guida per il management e per gli azionisti*, Milano, EGEA)

[3] Il costo medio ponderato del capitale, in campo internazionale noto con l'acronimo di WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), è una media ponderata del costo del debito e del costo del capitale proprio con fattori di ponderazione pari al peso che il debito e il capitale proprio assumono sul valore espresso dalla loro somma.

[4] Il NOPAT, quale indicatore della gestione economica dell'impresa, consente di sterilizzare gli effetti delle diverse modalità di finanziamento del capitale investito nella gestione operativa. Tuttavia, poiché esso è ottenuto sottraendo dai ricavi operativi anche delle voci di costo operativo inficiate dagli oneri finanziari impliciti nelle dilazioni di pagamento ottenute dai fornitori, si ritiene coerente confrontarlo, piuttosto che con il costo del totale delle attività, con il costo del COIN, ossia del capitale investito nella gestione operativa al netto delle passività operative.

[5] Il valore della produzione netta è ottenuto dalla differenza tra il *valore della produzione*, di cui al primo comma lettera A) dell'articolo 2425 del codice civile, ed i *costi della produzione*, di cui alla lettera B) del medesimo comma, ad esclusione delle perdite su crediti e dei costi per il personale dipendente.

[6] Ovviamente tenendo conto delle variazioni in aumento e diminuzione previste dal D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 (TUIR) e successive modificazioni.

[7] Poiché la maggior parte del reddito prodotto dall'azienda è realizzato attraverso il ciclo operativo, anche le imposte possono essere attribuite prevalentemente al risultato reddituale dell'area operativa.

[8] Per l'esercizio 1997, l'aliquota considerata è pari al 53,2% in quanto comprensiva dell'ILOR.

[9] Il D. Lgs. n° 58 del 24/02/1998 consente di applicare all'utile d'esercizio un'aliquota IRPEG inferiore al 37% Infatti, questo nuovo meccanismo di calcolo dell'IRPEG prevede, se si verificano incrementi patrimoniali, una doppia aliquota: 19% e 37%.

[10] Come noto la volatilità del rendimento di un investimento azionario ne determina il rischio. Quest'ultimo, a sua volta, ha due componenti: una di origine specifica e annullabile attraverso scelte di diversificazione del portafoglio di investimenti, l'altra di natura sistematica, non eliminabile in quanto legata all'andamento generale dell'economia.

[11] Acronimo di Return On Debt.

[12] Tale metodologia è quella utilizzata dalla Centrale Bilanci per valutazione della "*Creazione di valore dell'industria italiana*". Si veda, in proposito, F. VARETTO, Doc. n. 6-luglio 1998, disponibile su <http://www.centralebilanci.com/>.

[13] L'analisi di regressione, come noto, persegue l'obiettivo di determinare, in modo approssimativo, il valore assunto dalle variabili osservate ipotizzando l'esistenza di una relazione lineare tra le stesse. A tal fine si ricorre alla cosiddetta "retta di regressione" la quale, essendo costruita con il metodo dei minimi quadrati, rende minima la somma dei quadrati degli scarti tra i punti teorici che giacciono sulla retta e quelli effettivamente osservati.

[14] Tale intercetta rappresenta, per i titoli quotati, il tasso di apprezzamento del valore del titolo stesso. Nel nostro caso si prescinde da tale variabile ponendola pari a 0.

[15] Come già precedentemente specificato, l'aliquota Irpeg cui fa riferimento questo lavoro non tiene conto di eventuali agevolazioni fiscali, derivanti dal sistema fiscale della DIT. Ciò, a causa della mancanza di una documentazione dettagliata di natura fiscale per ciascuna impresa.

[16] Le classi "di valore" sono state costruite sulla base dei valori di SEO, EVAop e EVA_{PMI}, espressi in percentuale sul Valore Aggiunto, per rendere comparabili imprese dimensionalmente diverse.

[17] La mediana è il valore con posizione intermedia in una sequenza ordinata di dati, ovvero quel valore che in una sequenza ordinata è preceduto e seguito da un uguale numero di osservazioni. La mediana, pertanto, non è influenzata dalle osservazioni estreme e per tale motivo può essere preferita, quando le esigenze lo richiedano, alla media aritmetica. Nella nostra indagine si è preferito effettuare il calcolo delle mediane annuali per ogni indicatore, in modo da limitare l'inconveniente dovuto al fatto che il semplice valore medio possa risentire della presenza di dati anomali.

[18] Come già accennato, facciamo riferimento ai risultati di EVA_{PMI} in quanto espressione di una misura più significativa ed allo stesso tempo più severa del valore creato.

[19] La dimensione fatturato è apprezzabile anche nel grafico 1 osservando il diametro delle sfere che rappresentano le imprese analizzate.

[20] Questo indice è stato ritenuto più espressivo dell'indicatore Ricavi pro-capite, in quanto capace di tener conto dell'incremento lordo di ricchezza realizzato nell'esercizio, impiegando il fattore lavoro, indipendentemente dai processi di esternalizzazione adottati dalle imprese.

[21] Il Capitale Circolante Netto commerciale (CCNc) è un margine ottenuto dalla riclassificazione dello stato patrimoniale in ottica di "pertinenza gestionale". Le sue principali componenti sono: crediti verso clienti, magazzino e debiti verso fornitori. Tale margine esprime la consistenza del fabbisogno finanziario derivante dallo svolgimento del ciclo operativo.

[22] Per ciclo operativo si intende il continuo avvicendarsi di tre ordini di operazioni: *acquisto* dei fattori produttivi di consumo; loro *trasformazione*, mediante l'impiego della struttura in prodotti; successiva *vendita* dei prodotti ottenuti.

[23] Cfr. Bollettino Economico del Servizio Studi della Banca d'Italia.

[24] Cfr. nota 8.