

# Valori del capitale e controllo della durevole funzionalità economica dell'impresa. Aspetti teorici e metodologici, e studio del caso *Ansaldo STS*.

(Pier Maria Ferrando – Federico Fontana)<sup>1</sup>

## **Abstract:**

*In questo paper viene proposta una metodologia, applicabile a società quotate, per il controllo ex post della creazione di valore attraverso alcune misure, assolute e relative, basate su valori di mercato e quindi facilmente reperibili ed elaborabili.*

*Tale metodologia può essere impiegata dal management, da shareholder e stakeholder, da studiosi ed osservatori, per formulare valutazioni circa la capacità delle imprese di operare in condizioni di equilibrio economico a valere nel tempo.*

*Nel paper si richiamano precedenti proposte in tema di indicatori e misure della creazione di valore basati su valori di mercato; si discute la capacità di questi valori, crescente al crescere del periodo di osservazione e della fluidità degli assetti proprietari, di essere rappresentativi dei valori economici; si descrivono le misure e le elaborazioni previste dalla metodologia in oggetto relative al valore creato ed alla sua espressione in termini di rendimento, comparato poi con quello minimo soddisfacente (i termini di determinazione dell'extra-reddito) e con quello di mercato.*

*Si presenta infine una applicazione al caso di Ansaldo STS, per il periodo 2006 – 2012.*

## **1. Una premessa in tema di valore dell'impresa.**

Quando si affrontano temi aventi per oggetto il valore dell'impresa è opportuno, dato il carattere multiforme e polivalente del concetto, definire preliminarmente a quale accezione di valore ci si vuole riferire e quali siano le finalità e i limiti del ragionamento che si intende svolgere.

Si può parlare, infatti, di *enterprise value* o *corporate value*, facendo riferimento al valore dell'intero capitale investito, ma anche di *shareholder value*, facendo riferimento al valore del solo capitale proprio.

In secondo luogo, il valore dell'impresa può essere inteso come valore d'uso e come valore di scambio. Viene inteso come valore d'uso quando si fa riferimento all'utilità che l'impresa viene ad avere per i suoi diversi *stakeholder*, grazie alla capacità di fornire risposte positive alle loro attese. In questo senso il valore d'uso per gli *shareholder* dipende dalla redditività dell'impresa, la cui qualità è legata al livello, alla sostenibilità nel tempo ed alla esposizione al rischio dei flussi di reddito prospettici<sup>2</sup>, trovando espressione quantitativa nel valore economico del capitale proprio. Il valore d'uso per gli altri *stakeholder* dipende invece, di volta in volta, dalle prospettive di carriera, di crescita professionale e di remunerazione offerte ai dipendenti più qualificati, dalle opportunità di scambio, collaborazione, sviluppo assicurate ai fornitori ed ai *partner* più specializzati, dalle risposte alle attese della società e dell'opinione pubblica in ordine alla diffusione del benessere e di *standard* di comportamento eticamente rigorosi (non a caso recenti modelli di *bilancio sociale* sono stati studiati in una prospettiva *multi-stakeholder*)<sup>3</sup> e così via, *stakeholder per stakeholder*.

---

<sup>1</sup> Pier Maria Ferrando e Federico Fontana sono rispettivamente professore ordinario e associato di *Economia Aziendale* presso il DIEC – Dipartimento di Economia dell'Università degli Studi di Genova.

Il presente lavoro è il frutto di una stretta collaborazione tra gli autori, realizzata sia in fase di progettazione, sia in fase di elaborazione. Nondimeno, i paragrafi 1., 2. e 3. sono da attribuirsi a Pier Maria Ferrando, mentre i paragrafi 4., 5. e 6. sono da attribuirsi a Federico Fontana.

<sup>2</sup> “Per un azionista un'impresa vale tanto di più quanto più la redditività che essa si dimostra in grado di esprimere è elevata, durevole, sicura” (Donna, 1999: 41).

<sup>3</sup> Si veda il modello elaborato dal Gruppo di studio per la statuizione dei principi di redazione del bilancio sociale (GBS, 2001).

Il valore di scambio invece può formarsi nell'ambito di negoziazioni riferite alla cessione di imprese o di rami d'azienda, ovvero di singole quote della proprietà; per le società quotate si tratta poi di un valore che si forma correntemente sul mercato.

In terzo luogo, il valore dell'impresa o del capitale proprio può essere preso in considerazione in rapporto a specifiche e differenziate esigenze informative, pervenendo a diverse configurazioni del capitale: valore contabile, valore economico, valore di mercato.

Il valore contabile (patrimonio netto di bilancio o  $N$ ) dipende da quanto le norme e i principi contabili stabiliscono per assicurare ai soggetti interessati un'adeguata tutela ed una comunicazione economico-finanziaria appropriata e trasparente.

Il valore economico ( $W$ ) riflette, come accennato, la qualità del reddito prospettico. Il suo aumento (creazione di valore) viene segnalato come obiettivo razionale, di larga accettazione, stimolante e misurabile, da porre quindi al centro dell'azione di governo dell'impresa (Guatri, 1991).

Il valore di scambio ( $P_M$ ) come già osservato si forma in occasione di specifiche negoziazioni o, nel caso delle società quotate, è un prezzo corrente che si forma sul mercato; peraltro il valore di azioni scambiate in partite rilevanti ai fini del controllo ( $P_{MM}$ ) può salire anche decisamente al di sopra di quello corrente.

Va rilevato come queste tre configurazioni siano interessate da un processo di valorizzazione del capitale, che le strategie e la gestione dell'impresa dovrebbero orientare in senso "virtuoso". Infatti, il conseguimento a valere nel tempo di un extra-reddito, cioè di una redditività netta ( $ROE$ ) portata e mantenuta al di sopra del livello minimo soddisfacente (*cost of equity* o  $CE$ ) (Guatri, 1991; Donna, 1999) grazie allo sviluppo di competenze distintive ed al consolidamento di vantaggi competitivi sostenibili<sup>4</sup>, consente di portare a sua volta il valore economico del capitale proprio al di sopra del valore contabile<sup>5</sup>. Il maggior valore economico così conseguito potrà poi trasferirsi in una crescita del valore di mercato ( $P_M$ ), attraverso un processo la cui efficacia è rilevabile attraverso opportuni coefficienti di valutazione ( $P_M/W$ ) e di diffusione ( $\Delta P_M/\Delta W$ ) (Guatri e Massari, 1992). Quest'ultimo passaggio sconta peraltro l'operare di condizioni non sempre o non facilmente riscontrabili quali, da un lato, l'esistenza di mercati finanziari trasparenti ed efficienti in grado di interpretare adeguatamente i valori dei capitali aziendali (condizione questa non frequente) e, dall'altro, una comunicazione aziendale aperta ad una piena *disclosure* delle risorse e delle strategie su cui l'impresa conta per il proprio successo (condizione anche questa non sempre presente)<sup>6</sup>.

Dal punto di vista della prospettiva temporale di osservazione il valore dell'impresa può essere oggetto di previsione *ex ante*, di monitoraggio in sede di gestione e di verifica *ex post*.

*Ex ante* il valore dell'impresa può essere oggetto di previsione nell'ambito dei processi di pianificazione per valutare le prospettive aziendali a strategia costante (pervenendo alla determinazione di un valore economico effettivo:  $W$ ) o nell'ambito di specifiche scelte strategiche o operative (pervenendo in questo caso alla determinazione di un valore economico potenziale:  $\bar{W}$ )<sup>7</sup>.

---

<sup>4</sup> Sulla catena causale che lega competenze – vantaggio competitivo – creazione del valore si vedano Ferrando (1998) e Fontana (2001).

<sup>5</sup> Sul rapporto tra  $ROE$  e  $CE$  come determinante del rapporto tra  $N$  e  $W$ , si veda Ferrando (2005).

<sup>6</sup> Si vedano in proposito Guatri e Bini (2009) che segnalano alcune *variabili esterne* ed *interne* quali determinanti del trasferimento di  $W$  in  $P$ , mentre Guatri e Massari (1992) esaminano in modo sistematico le caratteristiche del mercato e l'efficacia della comunicazione aziendale nel processo di diffusione del valore.

<sup>7</sup> In particolare, con riferimento alla determinazione del valore economico del capitale ed all'utilizzo del modello reddituale, Guatri e Bini (2009: 479) sottolineano la distinzione tra grandezze *in atto* e grandezze *potenziali* in quanto grandezze entrambe significative, ma rispondenti a scopi diversi e caratterizzate da un diverso grado di affidabilità: "... si tratta nel primo caso di assumere a riferimento ... una capacità di reddito già dimostrata, o raggiungibile con ragionevole probabilità sulla base di premesse economiche già in atto e individuate, tenuto conto della dimensione presente degli affari e di sviluppi certi nel breve termine. Nel secondo caso si allarga l'orizzonte a tempi lunghi, a dimensioni anche notevolmente diverse; se del caso, a strategie nuove, a possibili sinergie acquisibili, ecc.: in sostanza, si fa riferimento a capacità non ancora raggiunte, seppur possibili, e che debbono essere costruite sulla base di accettabili *assumptions*. Nel primo caso i redditi storici e la loro ragionata proiezione nel prossimo futuro sono l'essenza del calcolo; nel secondo caso i redditi storici possono anche essere disattesi, o superati, poiché lo sguardo spazia nel medio e nel lungo termine".

Da questo punto di vista inoltre singoli investimenti, progetti, iniziative possono essere selezionati e accettati in base alla loro capacità di generare o consolidare il vantaggio competitivo e di concorrere alla creazione di valore attraverso la formazione di extra-redditi.

Il monitoraggio costante della creazione di valore consente di verificare se le scelte adottate stanno portando ai risultati desiderati e la sua determinazione a consuntivo consente di verificare gli esiti delle strategie e delle scelte di gestione perseguite.

*Ex post* la determinazione del valore dell'impresa può consentire di apprezzare il successo delle strategie, della formula imprenditoriale e della loro implementazione.

Va ricordato che tali attività di previsione *ex ante*, monitoraggio e verifica *ex post* possono essere supportati sul piano degli strumenti di controllo non solo dalla determinazione, non sempre agevole, della creazione di valore in termini di  $\Delta W$ , ma anche attraverso indicatori di *performance* economica, il più noto dei quali è sicuramente l'*Economic Value Added (EVA®)*, che fundamentalmente si propongono di determinare l'extra-reddito di periodo<sup>8</sup>, e di sistemi multidimensionali di *reporting*<sup>9</sup>, il più noto dei quali è sicuramente la *Balanced ScoreCard*, attraverso i quali si possono monitorare le competenze distintive e i vantaggi competitivi dell'impresa.

La problematica del valore si sviluppa dunque su di una molteplicità di dimensioni, tra di loro interrelate e spesso sovrapposte, che vanno chiaramente esplicitate e distinte in base ai temi affrontati allo scopo di evitare possibili confusioni ed ambiguità.

## 2. Interrogativi e obiettivi di questo contributo.

Oggetto specifico di questo contributo è la proposta di una metodologia per il controllo *ex post* della creazione di valore in base a valori di mercato: non un'unica misura ma alcune misure, sia assolute che relative, utili per apprezzare nell'insieme questo risultato. Si tratta quindi di una metodologia sostanzialmente applicabile solo nel caso di società quotate in borsa, salvo che per un definito arco temporale sia possibile disporre di valori iniziali e finali attendibili, magari rilevati come esito di equilibrati processi di negoziazione.

Il controllo *ex post* della creazione di valore (creazione di valore per gli *shareholder* dopo aver soddisfatto le attese degli *stakeholder*, condizione che almeno in via di prima approssimazione si può ritenere soddisfatta se la capacità di creare valore per gli *shareholder* si estende su archi temporali non brevi) consente di monitorare la durevole funzionalità economica delle imprese, ovvero la capacità di operare in condizioni di equilibrio economico a valere nel tempo, assolvendo al ruolo distintivo di istituti economici che in condizioni di economicità producono beni e servizi per rispondere ai bisogni individuali e collettivi (Coda,1988). Si tratta in altri termini di monitorare nel medio e lungo periodo la qualità dei percorsi evolutivi lungo i quali le imprese sono guidate, operando nell'ambito di contesti sempre più complessi e dinamici.

L'utilità di metodologie aventi tale finalità sconta la possibilità di risolvere adeguatamente un non facile *trade off* tra semplicità, nel senso che devono essere facili da impiegare e dare luogo a risultati altrettanto facili da comprendere e comunicare, e significatività, ovvero capacità informativa ed interpretativa circa le *performance* economiche delle imprese in termini di creazione del valore.

Deve trattarsi cioè di metodologie in grado di "ridurre" e rendere padroneggiabile, senza significative perdite di informazioni, la complessità valutativa inevitabile quando si tratta di decifrare risultati complessi che si formano nell'ambito di processi complessi ed evolutivi.

Nel caso della metodologia che viene qui proposta la semplicità è legata al fatto di basare le misurazioni e le elaborazioni necessarie su dati di mercato, effettivi e facili da reperire ed elaborare.

---

<sup>8</sup> Per una rassegna sistematica degli indicatori e delle misure di *performance* economica si veda Amaduzzi (2000).

<sup>9</sup> Per una ricognizione dei sistemi multidimensionali di *reporting* si vedano Veltri e Nardo (2007).

La sua significatività è invece legata al fatto che il valore di mercato del capitale proprio di un'impresa ( $P_M$ ) possa essere considerato come un indicatore soddisfacente del suo valore economico ( $W$ ), grazie al pieno dispiegarsi dei processi di diffusione del valore.

Da questo punto di vista occorre prendere in considerazione alcune criticità di particolare rilevanza, che tuttavia si ritiene possano valere soprattutto se si fa riferimento a dinamiche dei valori di mercato rilevate su periodi di tempo brevi e per imprese a proprietà concentrata<sup>10</sup>.

Una prima criticità riguarda il fatto che nel breve termine il mercato può non cogliere, ed incorporare nei prezzi, potenziali destinati a dispiegare i loro effetti sulla creazione del valore solo nel medio e lungo termine. Da questo punto di vista va inoltre ricordato che la creazione del valore dipende nel tempo da una pluralità di determinanti: l'attrattività dei *business*, la qualità delle strategie, l'appropriatezza del patrimonio di risorse strategiche, la validità della *corporate governance* (Donna, 2003), cui sono legati i vantaggi competitivi e la loro sostenibilità, che nel breve termine sono dati difficilmente modificabili mentre nel medio e lungo termine possono essere oggetto di iniziative volte a riconfigurarli in termini più favorevoli.

La seconda riguarda il fatto che la creazione di valore può essere perseguita attraverso logiche di breve termine, tipicamente logiche finanziarie finalizzate al perseguimento di *free cash flow*, o attraverso logiche di tipo strategico, finalizzate alla costruzione di competenze distintive e vantaggi competitivi sostenibili nel tempo (Ferrando, 2010). La preferibilità dell'una o dell'altra logica non è scontata a priori in quanto il perseguimento di risultati nel breve può avvenire a scapito di disegni volti a rafforzare i potenziali di redditività nel lungo termine, ma la rinuncia a cogliere opportunità a breve in funzione di scelte di lungo termine potrebbe non essere poi premiata dai risultati conseguiti nel tempo.

La terza, peraltro riconducibile alla seconda, riguarda il fatto che la creazione di valore (di mercato) a vantaggio degli *shareholder* potrebbe essere perseguita a scapito della creazione di valore per la generalità degli *stakeholder*, con possibili ricadute negative future in termini di sostenibilità dei vantaggi competitivi.

La quarta ed ultima riguarda la capacità dei valori di mercato di riflettere i potenziali di reddito ed il valore economico dell'impresa, a causa tanto di inefficienze dei mercati finanziari quanto di limiti nella comunicazione aziendale. In particolare, il valore di mercato di un'impresa può essere condizionato da andamenti anomali, di carattere congiunturale o speculativo, e non riflettere così i potenziali di valore economico dell'impresa; inoltre la capacità del mercato di "leggere" questi potenziali può essere ostacolata da fenomeni di "asimmetria informativa" che si creano quando il *management* mantiene riservate informazioni strategiche relative per esempio agli investimenti, alle tecnologie, ai nuovi prodotti.

Come si è anticipato, sembra però di potere osservare che questi problemi valgono soprattutto con riferimento a valori di mercato rilevati su brevi periodi di tempo e per imprese a controllo concentrato, mentre man mano che l'osservazione si estende su spazi temporali più lunghi, che la proprietà si articola e che si manifestano una domanda ed un'offerta di titoli da cui discenda la formazione di prezzi significativi e negoziabili, la capacità dei valori di mercato di rappresentare adeguatamente i valori economici tende progressivamente a migliorare.

In particolare le determinanti della creazione del valore sopra segnalate, che nel breve termine sono date, nel medio e lungo termine possono diventare oggetto di iniziative volte a riconfigurare in senso più favorevole la formula imprenditoriale ed i percorsi evolutivi dell'impresa, ed i processi di *competence building* e di *competence leveraging* possono dispiegare a pieno la loro efficacia in termini di creazione del valore<sup>11</sup>. In questo senso quindi i valori di mercato, riconoscendo la qualità di questi percorsi, premiano l'imprenditorialità di successo.

Inoltre i limiti alla funzionalità dei processi di creazione di valore eventualmente legati alla natura, finanziaria o strategica, delle logiche adottate, come pure l'eventuale "miopia" nel trascurare il rapporto con *stakeholder* strategici, nel medio e lungo termine sono destinati ad emergere, ed il

---

<sup>10</sup> Si vedano in proposito le fonti citate nella nota 6 ed anche le notazioni fornite in proposito da Fontana (2001) e da Barnabè (2011).

<sup>11</sup> Sul ruolo di questi processi nella creazione del valore di vedano Sanchez *et al.* (1996).

loro impatto sulla creazione del valore riflette la qualità delle strategie e della formula imprenditoriale.

Infine gli andamenti anomali dei mercati dovrebbero via via compensarsi e le asimmetrie informative essere gradualmente riassorbite, grazie all'accumulo di conoscenza che si forma intorno ai percorsi evolutivi dell'impresa.

In altri termini, la capacità di misure di creazione del valore basate su valori di mercato di monitorare adeguatamente i processi di creazione del valore e la funzionalità economica dell'impresa nel breve termine non è scontata ed anzi è spesso problematica, ma è destinata a crescere e consolidarsi man mano che l'osservazione si estende su spazi temporali sempre più lunghi e gli assetti proprietari da rigidi diventano fluidi.

A queste condizioni si ritiene che il metodo proposto possa essere utilmente impiegato dal *management*, da *shareholder* e *stakeholder*, da studiosi ed osservatori, per formulare valutazioni circa la durevole funzionalità economica delle imprese e la capacità di assolvere al ruolo istituzionale che è loro proprio, grazie al monitoraggio attraverso valori di mercato dei processi di creazione di valore.

### 3. Due precedenti in tema di misurazione *ex post*, attraverso valori di mercato, della creazione del valore.

Prima di presentare la metodologia oggetto di questo contributo vale la pena di ricordare due precedenti in tema di misure *ex post* della creazione di valore, in base a valori di mercato: il primo, segnalato dalla letteratura e dalla pratica professionale, riguarda gli indicatori *Total Shareholder Return* e *Relative Shareholder Return*, il secondo riguarda una misura proposta da Mucchetti (2004), che si rifà peraltro ad una metodologia che era stata utilizzata da R&S (*società Ricerche e Studi di Mediobanca*) ai fini della valutazione degli esiti economici della politica di privatizzazione delle imprese a partecipazione statale posta in essere negli ultimi due decenni del secolo scorso (R&S, 2000).

Il *Total Shareholder Return (TSR)* ed il *Relative Shareholder Return (RSR)* sono indicatori esterni di creazione del valore per l'azionista, basati su valori di mercato<sup>12</sup>. Essi misurano tale valore con riferimento ad un periodo di tempo limitato (tipicamente l'anno), in termini di rendimento complessivo sull'investimento iniziale o di rendimento confrontato con il rendimento medio del settore o del mercato azionario.

Il *TSR* identifica l'incremento complessivo di ricchezza conseguito dall'azionista grazie al *capital gain* ed ai dividendi del periodo, messo in rapporto con l'investimento iniziale, espresso quindi in termini di rendimento.

L'indicatore è calcolato come  $TSR = (P_1 - P_0 + D_1) / P_0$   
ovvero come  $TSR = (P_1 + D_1) / P_0 - 1$

dove:

$P_0$  = prezzo dell'azione a inizio periodo;

$P_1$  = prezzo dell'azione a fine periodo;

$D_1$  = dividendo per azione del periodo.

I più significativi pregi e i difetti di tale indicatore sono stati così sintetizzati<sup>13</sup>.

Per quanto riguarda i pregi, si tratta di una misura semplice, dal punto di vista sia teorico che applicativo, e quindi facile da comprendere, calcolare e comunicare; essa inoltre è considerata un efficace indicatore del successo manageriale venendo anche utilizzata nell'ambito dei piani di

---

<sup>12</sup> Ci si rifà qui alla sintesi in tema di *TSR* e *RSR* fornita da Amaduzzi (2000).

<sup>13</sup> *Ibidem*.

incentivazione manageriale. Essendo poi una misura espressa in termini di rendimento e non di valore assoluto non è influenzata dalla dimensione dell'impresa e consente di effettuare comparazioni tra le *performance* di imprese diverse.

Peraltro il *TSR* non tiene conto del livello di rischio che grava sull'impresa e non consente di distinguere quanto del rendimento registrato è accreditabile all'azione dei *manager*, quanto ad andamenti economici esterni (di settore o di mercato) e quanto a fattori speculativi.

È per ovviare a quest'ultimo limite che è stato proposto il ricorso al *RSR*, che è calcolato come  $RSR = TSR_A - TSR_B$

dove:

$TSR_A$  = rendimento complessivo per gli azionisti di *A* nel periodo considerato;

$TSR_B$  = rendimento complessivo del mercato o di un insieme di imprese di riferimento;

e che quindi permette di verificare se il rendimento dell'impresa è stato migliore o peggiore di quello dell'universo di riferimento.

Mucchetti (2004) ha invece presentato una valutazione, basata su valori di mercato, della creazione/distruzione di valore per gli azionisti rifacendosi ai criteri utilizzati dalla società *R&S – Ricerche e Studi* (2000) nel rapporto sulle privatizzazioni presentato al Parlamento italiano nel 2000.

Il metodo di analisi di *R&S* si basa sulla misurazione dei flussi finanziari in entrata ed in uscita derivanti dall'intervento pubblico nell'economia gestendo le imprese a partecipazione statale e delle conseguenti variazioni in aumento ed in diminuzione del debito pubblico.

Si tratta in particolare:

- dell'aumento del debito pubblico inizialmente indotto dall'acquisto delle partecipazioni, nel 1937;
- dei flussi in uscita derivanti da:
  - erogazioni effettuate dallo Stato verso le imprese partecipate;
  - acquisto di nuove partecipazioni;
  - interessi maturati sul debito accumulato.
- dei flussi in entrata costituiti da:
  - dividendi riscossi di anno in anno;
  - incassi derivanti da cessione di partecipazioni.

Il valore che si consegue sommando i flussi in uscita e sottraendo i flussi in entrata al valore iniziale del debito pubblico rappresenta il debito indotto dall'intervento pubblico nell'economia attraverso le imprese a partecipazione statale, fino al 1992. I proventi derivanti dalle operazioni di privatizzazione vanno poi conteggiati come contributi alla riduzione del debito pubblico.

Ispirandosi a questa metodologia Mucchetti ha verificato se tra il 1986 ed il 2001 dodici grandi società italiane quotate in borsa (*Telecom Italia, Eni, Enel, Finmeccanica, Luxottica, Fininvest, Benetton, Italcementi, Pirelli, Montedison, Olivetti, Fiat*, di cui quattro controllate dallo Stato e le restanti otto da capitale privato) avessero creato o distrutto ricchezza (Mucchetti usa il termine ricchezza per indicare il valore di mercato dell'impresa, ovvero  $P_M$  per l'azionista).

Più in particolare Mucchetti prende in considerazione la capitalizzazione iniziale di queste società, che corrisponde al costo dell'investimento che l'azionariato nel suo insieme (e indipendentemente dalla sua composizione) avrebbe dovuto effettuare per acquisirne la proprietà (ciò che viene determinato infatti è il valore creato o distrutto dall'impresa per la proprietà, indipendentemente dalle variazioni nella composizione dell'azionariato).

Si considerano poi i flussi di cassa affluiti dall'azionariato alle società a titolo di aumento di capitale, che vengono aggiunti al costo iniziale, ed i flussi di cassa defluiti dalle società verso l'azionariato, che vengono invece sottratti al costo iniziale.

Si tiene poi conto, in termini di onere figurativo, della remunerazione di cui l'azionariato avrebbe potuto godere se avesse investito i propri capitali in titoli di stato anziché nella proprietà di queste società.

Il valore così ottenuto viene considerato come il costo che l'azionariato ha dovuto sostenere per trovarsi nella posizione di proprietario delle società.

Questo costo viene infine confrontato con la capitalizzazione finale delle società, considerato come il valore che l'azionariato avrebbe realizzato cedendo la proprietà nel momento finale del periodo di osservazione.

La differenza tra valore realizzato e costo dell'investimento se positiva segnala in valore assoluto il valore creato (per l'azionista), se negativa ne segnala invece la distruzione.

Il metodo di calcolo può essere ricondotto alla seguente formula:

$G = A - F =$  ricchezza creata o distrutta  
essendo:

$A =$  valore finale di borsa

$B =$  valore iniziale di borsa

$C =$  versamenti dell'azionariato per aumenti del capitale

$D =$  dividendi distribuiti all'azionariato

$E =$  interesse ricavabile da un equivalente impiego iniziale in titoli di stato

$F = B + C - D + E =$  costo dell'investimento

Tra le due misure di creazione di valore cui si è fatto riferimento: *TRS* e *RSR* da un lato e ricchezza creata/distrutta secondo il metodo di Mucchetti dall'altro, esistono analogie e differenze che vale la pena di sottolineare.

La fondamentale analogia consiste nel fatto che in entrambi i casi si tratta di misure esterne di creazione di valore per i proprietari, basate su valori di mercato e più precisamente sui valori correnti di borsa. Si tratta quindi di metodi applicabili esclusivamente a società quotate.

Le due misure presentano peraltro importanti differenze:

- *TRS* viene solitamente calcolato con riferimento ad un singolo esercizio e ad una singola azione ed è espresso in termini di rendimento;
- il metodo di Mucchetti calcola la creazione di valore con riferimento all'intero capitale sociale, la determina in valore assoluto e facendo riferimento ad un arco di tempo pluriennale;
- determinare a fianco di *TRS* anche *RSR* permette di confrontare la *performance* dell'impresa con quella del mercato o di insiemi di imprese considerati significativi;
- il metodo di Mucchetti introduce nel calcolo, attraverso l'imputazione di oneri figurativi opportunamente calcolati, anche il costo della rinuncia ad impieghi alternativi dei capitali.

Date queste caratteristiche, non è un caso che le due misure siano state pensate e possano essere utilizzate in relazione a finalità differenti. *TRS* e *RSR*, esprimendo rendimenti e rendimenti comparati, sono misure coerenti con problemi di incentivazione e remunerazione dei *manager*, sia pur legate tendenzialmente a risultati di breve termine e condizionate da possibili andamenti anomali di mercato. La metodologia di Mucchetti si presta invece a valutazioni di lungo termine sulla funzionalità economica dell'impresa, scontando la capacità del mercato di trasferire il valore economico in valore di scambio, ma non permette di per sé di esprimere valutazioni in termini di rendimento o di rendimento comparato.

La metodologia che viene qui proposta si rifà ai due precedenti qui ricordati, conservandone presupposti e finalità ed integrandoli opportunamente in modo da arricchirne la capacità informativa circa i processi di creazione del valore che contraddistinguono i percorsi evolutivi dell'impresa.

## 4. La valutazione integrata della creazione di valore per gli azionisti.

### 4.1. Le misure considerate.

Il metodo che viene qui proposto consente di esprimere a posteriori, sulla base di dati di mercato, gli esiti di medio-lungo termine del processo aziendale di creazione di valore per gli azionisti (*shareholder value*).

Specificamente, si tratta di una soluzione composita a più stadi che, tenendo conto dei pregi e dei limiti dei precedenti metodologici citati, conduce alla determinazione di misure sia assolute che relative della *performance* di valore di aziende quotate in borsa (o di cui sia comunque possibile conoscere i valori di mercato del capitale).

In particolare:

- i.) il metodo di valutazione considera, innanzitutto, il valore creato<sup>14</sup> per gli azionisti nell'arco temporale di medio-lungo termine preso in esame, unitamente al corrispondente tasso di rendimento; si tratta di grandezze basilari ai fini della valutazione della *performance* economica considerata, le quali offrono già utili indicazioni di prima approssimazione, ma che, per un loro migliore apprezzamento, meritano di essere approfondite nei passaggi successivi;
- ii.) un primo approfondimento riguarda il calcolo dell'extra-reddito e del relativo tasso di profitto eventualmente prodotto dall'impresa, confrontando il valore effettivamente creato e il corrispondente rendimento con quelli ragionevolmente attesi dagli investitori; soprattutto qualora lo specifico investimento in capitale aziendale abbia superato positivamente la precedente fase di valutazione, queste misure consentono di apprezzarne più compiutamente l'efficacia, in termini di capacità di realizzazione degli obiettivi di remunerazione tralasciati<sup>15</sup>;
- iii.) complementare al precedente è poi il confronto tra il rendimento dello specifico investimento in capitale aziendale e l'andamento di un significativo indice di mercato; per questa via, la *performance* aziendale viene valutata, indipendentemente dal grado di realizzazione degli obiettivi di remunerazione perseguiti, rispetto all'effettivo rendimento offerto dal mercato azionario nell'arco temporale di medio-lungo periodo osservato.

Le indicate fasi del processo di valutazione vengono distintamente presentate di seguito, illustrando il significato, la natura, le modalità di determinazione e di valutazione delle misure considerate.

### 4.2. Il valore creato e il relativo tasso di rendimento.

La prima grandezza di cui è necessario procedere alla determinazione è il valore creato dallo specifico investimento in capitale aziendale nel periodo pluriennale considerato. A questo fine occorre tenere conto della variazione del valore di mercato dell'azienda nonché dei flussi di cassa

---

<sup>14</sup> La *performance* aziendale può ovviamente essere sia positiva che negativa, dando alternativamente luogo a creazione o distruzione di valore; per brevità espositiva, nel testo si utilizzano le espressioni "valore creato", "tasso di rendimento", "premio per il rischio", "extra-reddito" e simili per evocare qualsiasi esito, positivo o negativo, del processo di creazione di valore.

<sup>15</sup> Questa fase (in analogia con il metodo accolto da Mucchetti) potrebbe, all'occorrenza, essere preceduta dalla determinazione del valore creato differenziale, al netto del beneficio economico altrimenti offerto da un investimento alternativo in titoli di stato che, in termini relativi, misura il premio eventualmente riconosciuto agli azionisti rispetto ad un investimento privo di rischio. Sebbene si tratti di parametri interessanti, la loro minore significatività rispetto all'extra-reddito prodotto ed al relativo tasso di profitto suggeriscono, anche per brevità, di prescindere.



interventuti da e verso gli azionisti, per effetto della distribuzione di dividendi e della dinamica del capitale aziendale (per apporti e rimborsi).

La relativa formulazione generale può essere espressa come segue:

$$VC = \sum_i FC_i = \sum_j FCP_j - \sum_k FCN_k$$

dove:

- $VC$  = valore creato dall'impresa per gli azionisti<sup>16</sup>;
- $FC$  = flussi di cassa da e verso gli azionisti, logicamente scomponibili in:
  - $FCN$  = flussi di cassa negativi per gli azionisti, i quali, nel loro insieme, misurano il costo dell'investimento, comprensivi di:
    - valore di mercato iniziale del capitale aziendale;
    - apporti di capitale del periodo;
  - $FCP$  = flussi di cassa positivi per gli azionisti, i quali, nel loro insieme, misurano il provento dell'investimento, comprensivi di:
    - dividendi distribuiti nel periodo;
    - rimborsi di capitale del periodo, cui sono assimilabili anche gli acquisti di azioni proprie;
    - valore di mercato finale del capitale aziendale.

Questa determinazione, pur potendo essere effettuata con riferimento a qualsiasi quota di partecipazione, risulta particolarmente significativa avendo riguardo all'intero capitale aziendale, esprimendo il valore complessivamente creato dall'impresa per la proprietà, indipendentemente dalla composizione e dalla dinamica della stessa.

Oltretutto, sul piano applicativo, la considerazione dell'intero capitale aziendale rende relativamente più semplice la raccolta e l'elaborazione dei dati necessari: i valori di mercato iniziale e finale del capitale aziendale corrispondono, infatti, alla capitalizzazione di borsa della società all'inizio e al termine del periodo considerato, mentre i flussi di cassa da e verso gli azionisti sono desumibili dall'informativa obbligatoria rivolta dall'impresa al mercato (bilanci d'esercizio, prospetti informativi e comunicati relativi ad operazioni *price sensitive*).

Procedendo a determinazioni pluriennali, per archi temporali di 5 – 10 anni, i limiti del ricorso a valori di mercato relativi alla loro capacità di riflettere valori economici risultano sensibilmente attenuati (*cfr.* il precedente punto 2.).

Nondimeno, la determinazione del valore creato nei termini che precedono sconta due rilevanti elementi di debolezza sul piano della significatività della valutazione: non tiene conto della dinamica temporale dei flussi di cassa generati dall'investimento né, correlatamente, della variazione intervenuta nel potere di acquisto della moneta (aspetti, questi, trascurati nel metodo accolto da Mucchetti, che pure considera un arco temporale pluriennale).

Per superare tali criticità, rendendo confrontabili flussi monetari aventi manifestazione in momenti differenti, risulta opportuno passare da flussi nominali, determinati a valori correnti, a flussi reali, determinati al netto degli effetti dell'inflazione, attraverso la loro attualizzazione o capitalizzazione, rispettivamente all'inizio o al termine del periodo di valutazione. Stante l'equivalenza tra i due procedimenti, nell'ambito di una valutazione a posteriori pare sufficiente, per brevità, procedere alla capitalizzazione dei flussi monetari generati dall'investimento, allineando i valori al termine del periodo di riferimento, in prossimità del momento dell'analisi.

---

<sup>16</sup> La determinazione formulata in questi termini riflette gli esiti del processo di creazione di valore al lordo del carico tributario gravante sui percettori di dividendi e *capital gain*. Questa scelta è coerente con l'obiettivo di esprimere una valutazione riferita all'impresa e valida per la generalità degli investitori nel capitale della stessa, i quali possono essere soggetti a differenti regimi fiscali. Peraltro, si tratta di una semplificazione superabile all'occorrenza, esprimendo i proventi dell'investimento al netto dei relativi oneri tributari.

La relativa formulazione si presenta come segue:

$$VC_C = \sum_i [FC_i \times C_i^{dC(i)}] = \sum_j [FCP_j \times C_j^{dC(j)}] - \sum_k [FCN_k \times C_k^{dC(k)}]$$

dove:

- $VC_C$  = valore creato capitalizzato;
- $C$  = fattore di capitalizzazione, nel formato:  $\Pi_t (1 + ti_t)^t$ ;
- $dC$  = durata della capitalizzazione (es.  $t_n - t_i$ , progressivamente decrescente da  $t_0$  a  $t_n$ );
- $ti$  = tasso di inflazione del singolo periodo intermedio (ad esempio medio annuo).

La determinazione, in termini nominali o reali, del valore creato offre un'utile indicazione, ancorché di prima approssimazione, della complessiva *performance* economica di medio-lungo termine dell'impresa considerata. In particolare, per  $VC > 0$  e, più significativamente, per  $VC_C > 0$ , si registra un esito potenzialmente positivo, consistente nella creazione di valore, mentre per  $VC < 0$  ed, altresì, per  $VC_C < 0$ , si riscontra un esito sicuramente negativo, rappresentato dalla distruzione di valore<sup>17</sup>.

L'espressione in valore assoluto della *performance* economica aziendale presenta, in ogni caso, alcuni limiti tra cui, in particolare, la sostanziale impossibilità di procedere a confronti temporali, tra gli esiti del processo di creazione del valore conseguiti in differenti periodi di vita dell'impresa (ad esempio in corrispondenza di cambiamenti nel controllo societario e nel vertice aziendale), ed a confronti spaziali, tra lo specifico valore creato e quello di imprese comparabili (ad esempio operanti nello stesso settore o quotate sullo stesso mercato).

I limiti considerati possono essere superati attraverso l'espressione in termini relativi del valore creato, procedendo al calcolo del corrispondente tasso interno di rendimento (*TIR*)<sup>18</sup>.

Quest'ultimo, sebbene più frequentemente impiegato per valutazioni *ex-ante*, è sicuramente rilevante, in quanto consente di confrontare il rendimento offerto dallo specifico investimento con quello di alternativi impieghi di capitale caratterizzati da analogo profilo di rischio (ossia con il costo opportunità del capitale). Come noto, il *TIR* esprime il tasso di attualizzazione che annulla il valore attuale netto (*VAN*) dei flussi di cassa generati dall'investimento, di cui rilevano segno, ammontare e collocazione temporale (Brealey *et al.*, 2011)<sup>19</sup>.

La relativa formulazione è la seguente<sup>20</sup>:

$$VAN = \sum_t \frac{FC_t}{(1 + TIR)^t} = 0$$

<sup>17</sup> Si prescinde, per brevità, dal caso limite, da valutare comunque negativamente, in cui, in presenza di inflazione, a  $VC > 0$  corrisponda  $VC_C < 0$ .

<sup>18</sup> Una possibile alternativa al tasso interno di rendimento è rappresentata dal tasso di rendimento medio annuo (espressivo, nella fattispecie, di un *TSR* di medio-lungo termine), determinabile rapportando il valore creato, nelle varie formulazioni proposte, al rispettivo costo dell'investimento e tenendo altresì conto della durata del periodo di osservazione. Tuttavia, la sua determinazione come tasso nominale, calcolato a valori correnti, trascura totalmente la dinamica temporale dei flussi di cassa generati dall'investimento, rendendolo scarsamente significativo ai fini di una valutazione su un arco temporale medio-lungo. Del resto, la sua determinazione come tasso reale, calcolato a valori capitalizzati al tasso d'inflazione, riesce ad attenuare solo parzialmente tale limite, avendo semplicemente riguardo all'evoluzione del potere di acquisto della moneta.

<sup>19</sup> Come noto, il *TIR* presenta alcuni elementi di debolezza insiti nella sua formula di calcolo. Per quanto rileva in questa sede, il *TIR* sconta l'ipotesi che il tasso di attualizzazione rimanga costante per l'intera durata dell'operazione ed incorpora, quindi, il rendimento derivante dall'ipotetico reimpiego, alle stesse condizioni, dei flussi di cassa generati dall'investimento. Questa circostanza, ovviamente non scontata, rappresenta un limite del parametro considerato, che tuttavia risulta attenuato qualora venga confrontato con il costo del capitale, ovvero con il rendimento di investimenti comparabili.

<sup>20</sup> La determinazione del *TIR*, quale incognita dell'equazione, richiede, di norma, il ricorso ad un processo iterativo, facendosi riferimento ad un polinomio di grado superiore al secondo. Ai fini del calcolo può essere utilizzata l'apposita funzione *TIR.X* disponibile in *Excel*<sup>®</sup>.

Il  $TIR$  viene comunemente determinato a valori correnti, rappresentando quindi un tasso nominale. Nell'ambito di una valutazione di medio-lungo periodo, tuttavia, può essere opportunamente determinato in termini reali ( $TIR_R$ ), facendo riferimento a flussi di cassa deflazionati (ad esempio capitalizzati al tasso d'inflazione, come già precedentemente osservato)<sup>21</sup>.

Sul piano della valutazione della *performance*, il tasso interno di rendimento esprime, in termini relativi, la creazione (per  $TIR > 0$  e  $TIR_R > 0$ ) o distruzione (per  $TIR < 0$  e  $TIR_R < 0$ ) di valore mediamente registratasi nel periodo considerato. Anche in questo caso, tuttavia, mentre un tasso negativo conduce immediatamente ad un giudizio altrettanto negativo, ad un tasso positivo corrisponde un giudizio potenzialmente favorevole, che merita, tuttavia, di essere approfondito nelle successive fasi della valutazione.

#### 4.3. Il tasso di profitto e l'extra-reddito prodotto.

Un primo approfondimento riguarda la capacità dimostrata dalla specifica impresa di soddisfare le attese di remunerazione degli investitori, confrontando il tasso interno di rendimento con il costo del capitale proprio (*cost of equity*), determinato secondo il *capital asset pricing model* (*CAPM*). Quest'ultimo, come noto, esprime il costo del capitale azionario come somma tra il rendimento offerto da titoli privi di rischio (comunemente titoli di stato a medio-lungo termine) e il premio per il rischio (*equity risk premium*), determinato applicando al differenziale di rendimento medio tra titoli rischiosi e non rischiosi il coefficiente  $\beta$ , che misura la reattività del ritorno economico della specifica impresa alla dinamica del mercato (Damodaran, 2001).

L'indicato confronto, effettuabile in termini sia nominali che reali, riflette il tasso di profitto, ossia di generazione di extra-reddito, dello specifico investimento in capitale aziendale (Donna, 1999) e può essere formalizzato, in versione sia assoluta che relativa, come segue:

$$TP = TIR - CE \rightarrow TP_{\%} = \frac{TIR}{CE} - 1$$

$$TP_R = TIR_R - CE_R \rightarrow TP_{R\%} = \frac{TIR_R}{CE_R} - 1$$

con:

$$CE = R_f + \beta \times PR \rightarrow CE_R = \left( \frac{1 + R_f}{1 + ti_{\mu}} - 1 \right) + \beta \times PR$$

dove:

- $TP, TP_R$  = tasso, nominale o reale, di profitto assoluto;
- $TP_{\%}, TP_{R\%}$  = tasso, nominale o reale, di profitto relativo;
- $CE, CE_R$  = costo, nominale o reale, del capitale azionario;
- $R_f$  = tasso di rendimento *risk free*, corrispondente a quello mediamente offerto da titoli di stato a medio-lungo termine, coerentemente con la durata del periodo di valutazione;
- $PR$  = premio per il rischio azionario, desumibile da serie storiche di lungo periodo, di norma espresso in termini reali;
- $\beta$  = coefficiente di rischio sistematico dell'impresa considerata.

Sul piano valutativo,  $TP \geq 0$  e  $TP_{\%} \geq 0$  ed, in modo più significativo,  $TP_R \geq 0$  e  $TP_{R\%} \geq 0$  segnalano e misurano la piena capacità aziendale di soddisfare le ragionevoli attese di remunerazione degli azionisti, consentendo l'espressione di un giudizio positivo sulla specifica

<sup>21</sup> Tenendo analiticamente conto della dinamica inflazionistica e della distribuzione temporale dei flussi monetari generati dall'investimento, l'indicata soluzione risulta in generale più precisa e quindi preferibile rispetto alla semplice depurazione del  $TIR$  dagli effetti dell'inflazione, mediante una formulazione del tipo:  $TIR_R = (1 + TIR) / (1 + ti_{\mu}) - 1$ .

*performance* economica. Per contro, valori negativi degli indicati tassi di profitto evidenziano e quantificano la mancata realizzazione degli obiettivi di rendimento perseguiti dagli investitori, conducendo ad un giudizio insoddisfacente. L'eventuale confronto spaziale o temporale degli indici considerati consente anche di esprimere il posizionamento o l'andamento aziendale rispetto al fenomeno considerato.

Su questa base è altresì possibile determinare, in valore assoluto, l'extra-reddito eventualmente prodotto dall'impresa nel periodo considerato. Quest'ultimo è calcolabile, in termini sia nominali che reali, per differenza tra il valore creato dallo specifico investimento in capitale aziendale e quello che sarebbe stato prodotto da un analogo investimento remunerato al *cost of equity*.

Le relative formulazioni sono le seguenti:

$$ER = VC - VCE \rightarrow ER_R = VC_C - VCE_R$$

con:

$$VCE = \sum_k (FCN_k \times CE_k \times t_k) \rightarrow VCE_R = \sum_k (FCN_k \times CE_{R_k} \times t_k)$$

dove:

- $ER, ER_R$  = extra-reddito complessivamente prodotto, a valori correnti o capitalizzati;
- $VCE, VCE_R$  = valore creato investendo il capitale al *cost of equity*, nominale o reale;
- $t_k$  = k-esimo periodo.

L'extra-reddito così calcolato, se positivo, esprime, in termini nominali o reali, l'eccedenza del valore creato rispetto a quello ragionevolmente atteso dagli azionisti per l'intero periodo pluriennale considerato. Un suo eventuale ammontare negativo riflette, invece, lo scostamento, in valore assoluto, dall'obiettivo di rendimento perseguito dagli investitori.

#### 4.4. Il rendimento differenziale rispetto a un indice di mercato.

A complementare integrazione della precedente fase di valutazione, il tasso interno di rendimento dello specifico investimento in capitale aziendale può essere confrontato con il rendimento medio di mercato nello stesso arco temporale di medio-lungo termine, espresso dall'andamento di un indice appropriato (in alternativa potrebbe essere utilizzato il rendimento offerto da imprese comparabili).

Un riferimento sicuramente interessante ed utile è rappresentato dall'indice della borsa presso cui risultano quotati i titoli dell'azienda considerata, individuato come *benchmark* (potrebbe ad esempio trattarsi, nel caso italiano, del *FTSE MIB*<sup>22</sup>); nondimeno, per rendere più significativo il confronto, l'andamento dell'indice azionario può essere opportunamente corretto con il coefficiente di rischio sistematico relativo all'impresa considerata.

Ne discende una valutazione comparativa tra la specifica *performance* aziendale e quella mediamente offerta, nello stesso periodo, dal mercato azionario, espressiva del posizionamento dell'impresa nonché dell'eventuale beneficio economico conseguito dagli azionisti della stessa rispetto ad un investimento alternativo caratterizzato dallo stesso profilo di rischio.

L'indicato confronto è formalizzabile come segue, in termini sia nominali che reali:

$$\Delta R = TIR - TMC \rightarrow \Delta R_{\%} = \frac{TIR}{TMC} - 1$$

<sup>22</sup> Esula dall'economia del presente lavoro discutere della significatività dell'indice *FTSE MIB*, in rapporto al livello di efficienza del mercato finanziario italiano. Pare semplicemente opportuno osservare che quest'ultimo, a partire dall'inizio degli anni 1990, ha visto crescere le proprie dimensioni (in specie per effetto di politiche di privatizzazione) e la propria vitalità (soprattutto sul piano dell'apertura internazionale), con conseguente attenuazione del divario, che rimane comunque importante, rispetto ai più efficienti mercati anglosassoni (Fortuna, 2001).

$$\Delta R_R = TIR_R - TMC_R \rightarrow \Delta R_{R\%} = \frac{TIR_R}{TMC_R} - 1$$

con:

$$TMC = \Delta IB_{\%} \times \beta \rightarrow TMC_R = \frac{1 + TMC}{1 + ti_{\mu}} - 1$$

dove:

- $\Delta R$ ,  $\Delta R_R$  = rendimento differenziale assoluto, in termini nominali o reali, tra lo specifico investimento e l'andamento dell'indice di borsa di riferimento;
- $\Delta R_{\%}$ ,  $\Delta R_{R\%}$  = rendimento differenziale relativo, in termini nominali o reali, tra lo specifico investimento e l'andamento dell'indice di borsa di riferimento;
- $TMC$ ,  $TMC_R$  = tasso, nominale o reale, di rendimento di mercato corretto per il rischio;
- $\Delta IB_{\%}$  = variazione relativa, nel periodo considerato, dell'indice di borsa di riferimento.

In presenza di un rendimento differenziale positivo (per  $\Delta R > 0$  e  $\Delta R_{\%} > 0$  e, più significativamente, per  $\Delta R_R > 0$  e  $\Delta R_{R\%} > 0$ ), lo specifico investimento in capitale aziendale si caratterizza per una *performance* economica migliore rispetto a quella media di mercato<sup>23</sup>. Questa circostanza, accompagnata da un tasso di profitto a sua volta positivo, conduce ad un giudizio di eccellenza, individuando un impiego in capitale aziendale che, oltre a soddisfare pienamente le attese di rendimento, ha altresì registrato una *performance* superiore a quella media di investimenti alternativi aventi analogo profilo di rischio. La stessa circostanza, accompagnata da un tasso di profitto negativo, pur non potendo invertire un giudizio di per sé insoddisfacente, ne attenua la gravità, identificando un investimento che, seppure non abbia realizzato gli obiettivi di rendimento originariamente definiti, ha comunque ottenuto una *performance* economica migliore rispetto a quella media di mercato.

Per contro, a fronte di un rendimento differenziale negativo (per  $\Delta R < 0$  e  $\Delta R_{\%} < 0$  ed, ancor più, per  $\Delta R_R < 0$  e  $\Delta R_{R\%} < 0$ ), lo specifico investimento in capitale aziendale si caratterizza per una *performance* economica peggiore rispetto a quella media di mercato. Questa circostanza, accompagnata da un tasso di profitto a sua volta negativo, conduce ad un giudizio del tutto insoddisfacente, individuando un impiego in capitale aziendale che, oltre a mancare gli obiettivi di rendimento predefiniti, ha altresì registrato una *performance* inferiore a quella media di investimenti alternativi aventi analogo profilo di rischio. La stessa circostanza, accompagnata da un tasso di profitto positivo, sebbene non infici un giudizio di per sé soddisfacente, ne limita l'eccellenza, identificando un investimento che, pur avendo realizzato le attese di rendimento degli azionisti, ha ottenuto una *performance* economica meno apprezzabile rispetto a quella media di mercato.

Anche in questo caso, l'esito della valutazione è esprimibile in valore assoluto, attraverso il valore creato differenziale rispetto ad un investimento alternativo avente lo stesso profilo di rischio. Quest'ultimo è calcolabile per differenza tra il valore creato dallo specifico investimento in capitale aziendale e quello che sarebbe stato prodotto da un analogo investimento remunerato al tasso di mercato corretto per il rischio.

Le relative formulazioni, in termini sia nominali che reali, sono le seguenti:

$$VCD = VC - VCM \rightarrow VCD_R = VC_C - VCM_R$$

con:

$$VCM = \sum_k (FCN_k \times TMC_k \times t_k) \rightarrow VCM_R = \sum_k (FCN_k \times TMC_{Rk} \times t_k)$$

<sup>23</sup> Il rendimento differenziale calcolato assume ovviamente diversa significatività a seconda che  $TMC \geq 0$ .

dove:

- $VCD$ ,  $VCD_R$  = valore creato differenziale rispetto all'andamento del mercato, a flussi correnti o capitalizzati;
- $VCM$ ,  $VCM_R$  = valore creato investendo il capitale al tasso, nominale o reale, di rendimento di mercato corretto per il rischio<sup>24</sup>;
- $t_k$  = k-esimo periodo.

Il risultato differenziale così determinato, sia esso positivo o negativo, esprime, in termini correnti o reali, l'eccedenza o la carenza del valore creato rispetto a quello offerto da un investimento alternativo caratterizzato dallo stesso profilo di rischio.

## 5. Il caso Ansaldo STS.

### 5.1. Un breve profilo aziendale.

L'applicazione della metodologia proposta per la determinazione degli esiti del processo di creazione di valore per gli azionisti viene di seguito illustrata con riferimento al caso di *Ansaldo STS (Signalling and Transportation Solutions) s.p.a.* Specificamente, la valutazione riguarda il valore creato in un periodo di poco inferiore a 7 anni, compreso tra il 29/03/2006, data di quotazione della società presso la *Borsa di Milano*, e il 31/12/2012.

Preliminarmente, merita ricordare che l'azienda considerata, operante da 160 anni nel settore dei sistemi di trasporto ferroviari e metropolitani, ha attraversato diverse fasi evolutive di segno alterno, a partire dalla costituzione nel 1853 della *Gio. Ansaldo e C.*, passando attraverso il salvataggio da parte della *Banca d'Italia* nel 1935 e la conseguente acquisizione del controllo aziendale da parte dell'*IRI*, sino all'ingresso nel gruppo *Finmeccanica* avvenuto nel 1948.

In quest'ambito, nel 1980 nasce, come *joint venture* tra *Ansaldo s.p.a.* e *Finmeccanica s.p.a.*, *Ansaldo Trasporti s.p.a.*, la quale sviluppa un'intensa politica di sviluppo dell'attività, anche attraverso importanti acquisizioni aziendali a livello internazionale, in specie attraverso la società olandese *Ansaldo Signal NV*, costituita nel 1996.

Nel 2000 nasce *Ansaldo Trasporti Sistemi Ferroviari s.p.a.*, a cui l'anno successivo *Ansaldo Trasporti* cede l'unità *Systems Integration*, per essere poi incorporata in *Finmeccanica*. Quest'ultima, a fine 2005, dà vita ad *Ansaldo STS s.p.a.* (per trasformazione e ridenominazione della propria controllata *EuroSkyway s.r.l.*) cedendole, all'inizio dell'anno successivo, l'intero capitale di *Ansaldo Signal NV* e di *Ansaldo Trasporti Sistemi Ferroviari*. Questa concentrazione tende a ricondurre ad un modello di gestione unitaria le attività di segnalamento e di sistemistica dei trasporti, per esaltarne le sinergie in termini industriali e commerciali e favorire l'imminente quotazione in borsa di *Ansaldo STS*.

Tra le operazioni rilevanti realizzate nel periodo successivo, merita anticipare che nel 2009, al fine di razionalizzare il complessivo sistema di *governance* di *Ansaldo STS*, sia *Ansaldo Trasporti Sistemi Ferroviari* e la sua controllata *Ansaldo Segnalamento Ferroviario*, sia *Ansaldo Signal NV* vengono fuse per incorporazione in *Ansaldo STS*, la quale accentua così il proprio ruolo operativo ed acquisisce il controllo diretto dei pacchetti azionari di tutte le società estere, le quali sono state altresì ridenominate per uniformare il *brand* e favorire la coesione interna al gruppo ([www.finmeccanica.it](http://www.finmeccanica.it)).

Sul piano gestionale, *Ansaldo STS* è *leader* nel settore dell'alta tecnologia per il trasporto ferroviario e metropolitano e cura la progettazione, realizzazione e gestione di sistemi e servizi di segnalamento e supervisione del traffico ferroviario e metropolitano.

---

<sup>24</sup> Merita precisare che, nel caso di andamento contrastato dell'indice di borsa considerato, la determinazione deve essere opportunamente effettuata tenendo conto delle perdite di capitale eventualmente subite nel tempo.

La società ha sede a Genova, ma attraverso le proprie controllate è presente in 28 paesi, estendendo la propria attività nei cinque continenti, dove occupa complessivamente oltre 4.000 dipendenti.

Dal bilancio d'esercizio 2012 (approvato dall'assemblea degli azionisti il 06/05/2013), emergono ricavi per circa €660 milioni, il 57% dei quali generati dall'unità *Signalling* e il 43% dall'unità *Transportation Solutions*, da cui traggono origine un reddito operativo di oltre €71 milioni e un reddito netto di quasi €51 milioni. Con un capitale investito di poco inferiore a €1,2 miliardi e un patrimonio netto di circa €340 milioni, la redditività operativa si attesta al 6% e quella netta ad un livello di poco inferiore al 15%. Nonostante un grado di dipendenza finanziaria nell'ordine del 70%, la posizione finanziaria netta è ampiamente positiva, per un ammontare che eccede i €180 milioni ([www.ansaldo-sts.com](http://www.ansaldo-sts.com)).

L'assetto proprietario vede la presenza di *Finmeccanica*, quale azionista di riferimento, con una quota di partecipazione del 40%. Il restante capitale aziendale è ampiamente distribuito su base internazionale, essendo detenuto per il 10% da investitori italiani e per la parte prevalente da investitori stranieri, principalmente europei (44%) e statunitensi (23%). Questa circostanza pare favorire, quantomeno potenzialmente, la diffusione del valore economico creato dall'azienda nei prezzi di mercato del capitale (Guatri e Massari, 1992; Guatri e Bini, 2009).

## 5.2. Il valore creato e il relativo tasso di rendimento.

Accogliendo la metodologia di valutazione proposta, occorre innanzitutto determinare il valore creato per gli azionisti e il relativo tasso interno di rendimento.

A tal fine, il primo dato rilevante è rappresentato dalla capitalizzazione di borsa all'atto della quotazione di *Ansaldo STS*, avvenuta, come anticipato, il 29/03/2006. Applicando il prezzo di collocamento di €7,80 ai 100.000.000 di azioni allora componenti il capitale della società, si ottiene un importo di €780 milioni, idealmente corrispondente al costo iniziale dell'investimento<sup>25</sup>.

Merita osservare che il suddetto prezzo è risultato del tutto coerente con la valutazione del capitale economico aziendale propedeutica alla quotazione in borsa della società, che attribuiva alle singole azioni un valore compreso tra €6,80 e €8,20; in particolare, il prezzo di collocamento è stato fissato in misura pari al 95% del corrispondente valore massimo. Si tratta di un prezzo ragguardevole, se raffrontato sia con il valore nominale delle azioni, pari a €0,50, sia con il loro valore di libro desumibile dal bilancio pro-forma contenuto nel prospetto informativo relativo all'offerta pubblica di vendita, pari a €0,87. In ogni caso, il mercato finanziario ha reagito positivamente alla quotazione, non solo acquisendo l'intero pacchetto azionario di cui era programmato il collocamento, ma facendo altresì registrare, nel primo giorno di negoziazione, un volume superiore a 26 milioni di azioni scambiate, con un prezzo minimo di €8,52, un prezzo massimo, in chiusura, di €9,17 e un prezzo ufficiale di €8,80 ([www.finanza-aperta.it](http://www.finanza-aperta.it)).

Passando alla determinazione dei flussi di cassa intercorsi nel periodo considerato tra l'azienda e i propri azionisti, rilevano, in particolare, l'acquisto di azioni proprie (assimilabile al rimborso di capitale) e la distribuzione di dividendi, entrambe operazioni all'origine di flussi in favore degli investitori. Non si registrano, invece, nello stesso arco temporale, operazioni di segno opposto, quali ad esempio apporti di capitale a pagamento.

Principalmente, l'acquisto di azioni sociali operato da *Ansaldo STS* risulta funzionale all'attuazione di una serie di programmi pluriennali di incentivazione dei propri amministratori e dirigenti con responsabilità strategiche basati su strumenti finanziari (*Stock Grant Plan*). Si tratta di

---

<sup>25</sup> In realtà, l'offerta pubblica globale di vendita (compreso il collocamento istituzionale) ha riguardato soltanto il 60% del capitale aziendale, avendo *Finmeccanica* mantenuto una quota di partecipazione del 40%. La valutazione avrebbe quindi potuto essere effettuata limitatamente al capitale aziendale concretamente collocato sul mercato. Tuttavia, le successive determinazioni sarebbero risultate più complesse, rendendo necessario tenere conto, rispetto ai flussi di capitale e di dividendi nonché alla capitalizzazione di borsa finale, delle azioni *Ansaldo STS* effettivamente detenute, tempo per tempo, da *Finmeccanica*.

programmi approvati a partire dal 2006 e legati al conseguimento di prefissate *performance* gestionali, relative al flusso di cassa operativo, al valore economico aggiunto e all'andamento del titolo in borsa, ossia a parametri strettamente connessi alla capacità aziendale di creare valore per gli azionisti nel medio-lungo termine<sup>26</sup>.

Per quanto rileva in questa sede, è possibile evidenziare che, tra il 2007 e il 2012, la società ha acquistato 1.196.490 azioni proprie, sostenendo un onere complessivo di €10.209.967,01 (con un prezzo medio unitario di €8,53). Le stesse azioni sono state gradualmente attribuite e parzialmente assegnate ai beneficiari (la differenza, nell'ordine del 22%, è rappresentata da azioni lasciate in capo alla società, a copertura degli oneri tributari gravanti sulla specifica forma di retribuzione accessoria); alla data del 31/12/2012, le azioni complessivamente assegnate risultavano pari a 1.139.620, avendo la società 56.870 propri titoli in portafoglio (tab. 1).

*Tab. 1 – L'acquisto e l'assegnazione di azioni proprie (Stock Grant Plan).*

Data	N. azioni proprie acquistate	Prezzo di acquisto (€)	N. azioni proprie attribuite	N. azioni proprie assegnate	N. azioni proprie in portafoglio <sup>27</sup>
19/11/2007	49.364	417.693,49			49.364
20/11/2007	49.363	415.369,90			98.727
21/11/2007	49.363	425.489,31			148.090
03/12/2007			148.090	109.305	38.785
09/10/2008	100.000	877.110,00			138.785
10/10/2008	91.500	759.230,40			230.285
13/10/2008	88.500	793.800,75			318.785
01/12/2008			317.022	211.635	107.150
13/09/2009	40.000	535.440,00			147.150
14/09/2009	45.000	616.360,50			192.150
12/11/2009	27.750	174.819,45			219.900
13/11/2009	27.750	173.551,28			247.650
01/12/2009			183.435	176.645	71.005
05/11/2010	80.000	755.216,00			151.005
08/11/2010	80.000	746.112,00			231.005
01/12/2010			266.075	231.005	0
10/10/2011	203.000	1.568.093,80			203.000
11/10/2011	203.000	1.557.375,40			406.000
17/11/2011	6.400	45.934,00			412.400
01/12/2011			553.133	411.030	1.370
12/11/2012	27.750	174.819,45			29.120
13/11/2012	27.750	173.551,28			56.870
<b>Totali</b>	<b>1.196.490</b>	<b>10.209.967,01</b>	<b>1.467.755</b>	<b>1.139.620</b>	

Fonte: Documenti informativi Stock Grant Plan 2006-2007, 2008-2010, 2010-2012 ([www.ansaldo-sts.com](http://www.ansaldo-sts.com)).

Per completezza, avendo riguardo ad operazioni coinvolgenti il capitale aziendale realizzate nel periodo considerato, meritano di essere brevemente richiamate le già anticipate fusioni per incorporazione di *Ansaldo Trasporti Sistemi Ferroviari* ed *Ansaldo Segnalamento Ferroviario* e di *Ansaldo Signal NV* in *Ansaldo STS*.

<sup>26</sup> Per approfondimenti si vedano, tra gli altri, la “*Relazione del consiglio di amministrazione sulla remunerazione*” ed il “*Prospetto informativo relativo al piano di assegnazione gratuita di azioni di Ansaldo STS*”, entrambi del 30/03/2012.

<sup>27</sup> Come indicato nel testo, il numero delle azioni proprie in portafoglio è determinato per differenza tra il numero di azioni progressivamente acquistate in attuazione dello *Stock Grant Plan* e il numero di quelle assegnate ad amministratori e dirigenti. Queste ultime rappresentano una parte di quelle loro attribuite, per tenere conto del carico tributario gravante sulle stesse. Nondimeno, mentre la documentazione aziendale disponibile offre informazioni chiare e complete con riferimento al numero di azioni proprie tempo per tempo acquistate e attribuite, le indicazioni relative alle azioni effettivamente assegnate ed a quelle in portafoglio sono frammentarie ed hanno reso necessarie alcune approssimazioni.



La composita finalità perseguita attraverso tali operazioni è consistita: in primo luogo, nel razionalizzare le attività operative svolte, in particolare in Italia, mediante la loro concentrazione nella capogruppo, con possibile sfruttamento di sinergie sia tecnologiche che commerciali tra le unità di *business* del segnalamento e delle soluzioni di trasporto; altresì, nel semplificare la catena di controllo delle società partecipate, a livello sia nazionale che internazionale, rendendo conseguentemente più trasparente, efficace ed economico il complessivo sistema di *governance* del gruppo<sup>28</sup>.

Queste operazioni di finanza straordinaria, entrambe annunciate a fine 2007, ma rese efficaci nel corso del 2009 (a far data dal 01/01 la prima e dal 01/10 la seconda), riguardando società integralmente partecipate direttamente o indirettamente dalla controllante, non hanno determinato variazioni nella consistenza del capitale sociale, né flussi monetari tra la società e i propri azionisti. Formalmente, le azioni delle società incorporate sono state annullate senza concambio e, quindi, la società incorporante non ha proceduto né ad aumenti di capitale, né ad assegnazioni di azioni in sostituzione delle partecipazioni detenute.

Nondimeno, le due operazioni di fusione hanno determinato, in capo ad *Ansaldo STS*, sensibili movimenti di patrimonio netto di segno alterno: l'incorporazione di *Ansaldo Trasporti Sistemi Ferroviari* e *Ansaldo Segnalamento Ferroviario* ha determinato un avanzo di fusione di € 83.236.951 ed una rettifica negativa di fusione di € 566.268, con un effetto netto positivo pari a € 82.670.683; per contro, l'incorporazione di *Ansaldo Signal NV* ha generato un disavanzo di fusione di € 13.649.137. Contabilmente, l'effetto complessivo delle due operazioni di fusione può quindi essere determinato in € 66.021.546, con un significativo contributo alla dinamica del capitale proprio aziendale registratasi nel corso del 2009, aumentato, tra inizio e fine esercizio, da € 147.962.792 a € 249.933.012<sup>29</sup>.

L'indicato incremento di patrimonio netto ha sicuramente favorito, a partire dall'esercizio 2010, la realizzazione di un aumento gratuito di capitale sociale che, sebbene non sia all'origine di flussi di cassa immediati e diretti da o verso gli investitori, merita di essere menzionato. Specificamente, il 23/04/2010 è stato deliberato dall'assemblea straordinaria di *Ansaldo STS* di destinare riserve disponibili a capitale sociale per complessivi € 50 milioni, mediante emissione di 100 milioni di nuove azioni ordinarie del valore nominale di € 0,50, da realizzare entro il 31/12/2014 in cinque *tranche* annuali di pari importo, con emissione nel corso del secondo semestre di ciascun anno<sup>30</sup>.

Rispetto al periodo preso in considerazione ai fini della presente analisi, risultano regolarmente effettuate le prime tre *tranche* dell'aumento gratuito di capitale sociale che, alla data del 31/12/2012, risulta quindi pari a € 80.000.000, formato da 160 milioni di azioni del valore nominale di € 0,50 (tab. 2).

Nonostante l'aumento gratuito di capitale non generi flussi monetari nei confronti degli azionisti, la sua considerazione è indispensabile per la corretta determinazione della dinamica dei dividendi.

Quest'ultima, nel caso analizzato, risulta piuttosto significativa, quantomeno a partire dalle risultanze del bilancio d'esercizio 2007, anno successivo alla quotazione in borsa della società. In generale, la politica di distribuzione dei dividendi di *Ansaldo STS* prevede un *payout* di circa il 35% in rapporto al risultato netto consolidato. Sinora, questa politica è stata sistematicamente perseguita, dando luogo ad una distribuzione di dividendi che, pur registrando andamenti alterni, è sempre risultata compresa tra € 0,20 e € 0,31 per azione, con flussi di cassa complessivi in favore degli azionisti annualmente variabili da un minimo di circa € 20 milioni nel 2008 ed un massimo di circa € 33,6 milioni nel 2011<sup>31</sup>.

---

<sup>28</sup> Per maggiori approfondimenti si vedano: "Progetto di Fusione per incorporazione di *Ansaldo Trasporti Sistemi Ferroviari* e *Ansaldo Segnalamento Ferroviario* in *Ansaldo STS* - 13/05/2008"; "Progetto di fusione per incorporazione di *Ansaldo Signal NV* in liquidazione in *Ansaldo STS* - 09/03/2009" ([www.ansaldo-sts.com](http://www.ansaldo-sts.com)).

<sup>29</sup> Si veda "Ansaldo STS - Bilancio d'esercizio 2009" ([www.ansaldo-sts.com](http://www.ansaldo-sts.com)).

<sup>30</sup> Si veda "Ansaldo STS - Verbale Assemblea ordinaria e straordinaria del 23/04/2010" ([www.ansaldo-sts.com](http://www.ansaldo-sts.com)).

<sup>31</sup> Si vedano i bilanci d'esercizio 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 e 2011 della società ([www.ansaldo-sts.com](http://www.ansaldo-sts.com)).

Tab. 2 – L'aumento gratuito di capitale sociale.

Data	N. azioni ante-aumento	Capitale sociale ante-aumento	N. azioni di nuova emissione	N. azioni post-aumento	Capitale sociale post-aumento
05/07/2010	100.000.000	50.000.000	20.000.000	120.000.000	60.000.000
04/07/2011	120.000.000	60.000.000	20.000.000	140.000.000	70.000.000
<b>09/07/2012</b>	<b>140.000.000</b>	<b>70.000.000</b>	<b>20.000.000</b>	<b>160.000.000</b>	<b>80.000.000</b>
gg/mm/2013	160.000.000	80.000.000	20.000.000	180.000.000	90.000.000
gg/mm/2014	180.000.000	90.000.000	20.000.000	200.000.000	100.000.000

Fonte: <http://www.ansaldo-sts.com/it/investor-relations/ansaldo-borsa/aumento-capitale>.

Gli accennati importi tengono ovviamente conto delle azioni proprie detenute in portafoglio dalla società all'atto della distribuzione dei dividendi (aspetto, questo, chiaramente esplicitato nelle deliberazioni assembleari relative alla destinazione dei singoli risultati d'esercizio). Nondimeno, ai fini della corretta determinazione dei flussi di cassa di cui hanno effettivamente beneficiato gli investitori nel capitale aziendale, è altresì necessario tenere conto delle azioni di *Ansaldo STS* che, tempo per tempo, risultavano assegnate ad amministratori e dirigenti della società, in attuazione dei programmi di incentivazione precedentemente ricordati, neutralizzando i dividendi loro distribuiti (tab. 3).

Tab. 3 – La dinamica dei dividendi.

Data	N. azioni totali	N. azioni proprie in portafoglio	N. azioni proprie assegnate	N. azioni in capo agli investitori	Dividendo per azione (€)	Dividendi distribuiti agli investitori (€)
10/04/2008	100.000.000	38.785	109.305	99.851.910	0,20	<b>19.970.382,00</b>
21/05/2009	100.000.000	107.150	320.940	99.571.910	0,27	<b>26.884.415,70</b>
27/05/2010	100.000.000	59.171	497.585	99.443.244	0,31	<b>30.827.405,64</b>
26/05/2011	120.000.000	27.200	728.590	119.244.210	0,28	<b>33.388.378,80</b>
24/05/2012	140.000.000	463	1.139.620	138.859.917	0,20	<b>27.771.983,40</b>

Nostra elaborazione su documentazione aziendale ([www.ansaldo-sts.com](http://www.ansaldo-sts.com)).

Per procedere alla determinazione del valore creato, un ultimo dato di particolare rilevanza riguarda la capitalizzazione di borsa di *Ansaldo STS* al termine del periodo di osservazione, ossia a fine 2012. Applicando il prezzo ufficiale del 28/12/2012 (ultimo giorno di quotazione dell'anno) di € 7,07 ([www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)) ai 160.000.000 di azioni della società, si ottiene un importo di € 1.131.200.000, cresciuto del 45% rispetto all'iniziale offerta pubblica di vendita.

Anche in questo caso, tuttavia, per esprimere l'effettivo ritorno economico per gli investitori nel capitale aziendale, occorre tenere conto del valore delle azioni proprie in portafoglio (che, come precedentemente riportato, erano 56.870 alla data considerata) ed, altresì, di quello dei titoli assegnati ad amministratori e dirigenti in forza dello *Stock Grant Plan* (pari, come anticipato, a 1.139.620). Ne consegue un ipotetico valore di cessione da parte degli investitori, a fine 2012, pari a €1.122.740.815,70 (corrispondente a 158.803.510 azioni).

A questo punto, disponendo di tutti i dati necessari, è possibile procedere al calcolo del valore creato da *Ansaldo STS* nel periodo considerato. La somma algebrica del costo iniziale dell'investimento, dei flussi di cassa relativi ad operazioni sul capitale ed alla distribuzione di dividendi e del valore di mercato finale conduce ad un ragguardevole risultato positivo pari a € 491.793.348,25, espressivo, in valore assoluto, della creazione di valore da parte della società in favore degli azionisti nell'arco temporale compreso tra la sua quotazione in borsa e la fine del 2012.

Nondimeno, avendo preso in considerazione un periodo di tempo pluriennale, di poco inferiore ai 7 anni, è opportuno correggere il suddetto risultato, al fine di tenere conto del diverso valore di flussi monetari aventi manifestazione in momenti differenti. Per passare da flussi

nominali, determinati a valori correnti, a flussi reali, è possibile procedere alla loro capitalizzazione (al 31/12/2012), rendendoli maggiormente omogenei e, quindi, confrontabili. Ai fini di tali rideterminazioni può essere utilizzato il tasso medio annuo d'inflazione riferito all'andamento dei prezzi al consumo dell'intera collettività nazionale (*NIC*) calcolato dall'*ISTAT* ([www.istat.it](http://www.istat.it)), il quale riflette la perdita di potere d'acquisto della moneta a livello del complessivo sistema economico. Su questa base, il valore creato da *Ansaldo STS* può essere determinato in € 375.995.546,60 (tab. 4).

Tenendo conto dei flussi di cassa generati dall'investimento, a valori correnti o capitalizzati, è possibile calcolare il corrispondente tasso interno di rendimento. Quest'ultimo è pari al 7,89% in termini nominali e al 5,55% in termini reali. Merita osservare come, tra le sue determinanti, spicchi il *capital gain* corrispondente alla variazione, tra l'inizio e la fine del periodo considerato, della capitalizzazione di borsa della società; infatti, il *TIR* di quest'ultimo, calcolato neutralizzando i flussi di cassa derivanti dalla dinamica del capitale e dei dividendi, spiega il 70% in termini nominali (5,53% su 7,89%) e il 58% in termini reali (3,23% su 5,55%) del *TIR* complessivo.

Questa prima fase della valutazione conduce quindi ad un giudizio potenzialmente positivo, ancorché meritevole di approfondimento.

Tab. 4 – Il valore creato e il relativo tasso interno di rendimento.

Data	Flussi	A valori correnti	Tasso medio d'inflazione	Capitalizzati al 31/12/2012
29/03/2006	Investimento iniziale	- 780.000.000,00	2,10%	- 905.444.513,80
19/11/2007	Acquisto azioni proprie	417.693,49	1,80%	469.798,92
20/11/2007	Acquisto azioni proprie	415.369,90	1,80%	467.162,64
21/11/2007	Acquisto azioni proprie	425.489,31	1,80%	478.520,46
10/04/2008	Distribuzione dividendi netti	19.970.382,00	3,30%	22.216.837,25
09/10/2008	Acquisto azioni proprie	877.110,00	3,30%	960.105,77
10/10/2008	Acquisto azioni proprie	759.230,40	3,30%	830.997,99
13/10/2008	Acquisto azioni proprie	793.800,75	3,30%	868.604,34
21/05/2009	Distribuzione dividendi netti	26.884.415,70	0,80%	29.120.128,37
13/09/2009	Acquisto azioni proprie	535.440,00	0,80%	578.513,09
14/09/2009	Acquisto azioni proprie	616.360,50	0,80%	665.928,64
12/11/2009	Acquisto azioni proprie	174.819,45	0,80%	188.635,43
13/11/2009	Acquisto azioni proprie	173.551,28	0,80%	187.262,95
27/05/2010	Distribuzione dividendi netti	30.827.405,64	1,50%	33.030.111,41
05/11/2010	Acquisto azioni proprie	755.216,00	1,50%	803.848,83
08/11/2010	Acquisto azioni proprie	746.112,00	1,50%	794.061,39
26/05/2011	Distribuzione dividendi netti	33.388.378,80	2,80%	35.069.080,60
10/10/2011	Acquisto azioni proprie	1.568.093,80	2,80%	1.630.044,87
11/10/2011	Acquisto azioni proprie	1.557.375,40	2,80%	1.618.780,54
17/11/2011	Acquisto azioni proprie	45.934,00	2,80%	47.611,65
24/05/2012	Distribuzione dividendi netti	27.771.983,40	3,30%	28.323.332,58
12/11/2012	Acquisto azioni proprie	174.819,45	3,30%	175.583,08
13/11/2012	Acquisto azioni proprie	173.551,28	3,30%	174.293,87
31/12/2012	Capitalizzazione finale netta	1.122.740.815,70	3,30%	1.122.740.815,70
<b>VC – Valore creato</b>		<b>491.793.348,25</b>	<b>2,23%</b>	<b>375.995.546,60</b>
<b>TIR – Tasso interno di rendimento</b>		<b>7,89%</b>	–	<b>5,55%</b>
Nostra elaborazione su dati aziendali ( <a href="http://www.ansaldo-sts.com">www.ansaldo-sts.com</a> ) e dati ISTAT ( <a href="http://www.istat.it">www.istat.it</a> ).				

### 5.3. Il tasso di profitto e l'extra-reddito prodotto.

Il positivo superamento della precedente fase di valutazione suggerisce di verificare la capacità dimostrata da *Ansaldo STS* di soddisfare le ragionevoli attese di remunerazione degli

investitori, confrontando il tasso interno di rendimento offerto con il costo del capitale azionario determinato secondo il *CAPM*.

Alla determinazione di questo parametro concorrono (tab. 5):

- il rendimento di strumenti finanziari *risk free*, individuabili in titoli di stato a medio-lungo termine, quali i *BTP* decennali, le cui emissioni avvenute nel periodo 2006 – 2012 hanno registrato un tasso medio annuo di interesse del 4,62% (dato periodicamente calcolato e diffuso dal *Dipartimento del Tesoro*);
- il premio per il rischio azionario, determinabile sulla base di serie storiche di differenziali di rendimento tra titoli rischiosi e non rischiosi; tra le diverse fonti disponibili riferite al mercato italiano, rientra l'analisi condotta annualmente dall'*Ufficio Studi di Mediobanca* (R&S, 2012) che, per il periodo 2006 – 2012, stima stabilmente il premio considerato al 3,50%<sup>32</sup>;
- il coefficiente di rischio non diversificabile ( $\beta$ ) riferito all'impresa considerata, il quale, applicato al precedente, determina il premio per il rischio ragionevolmente atteso dagli investitori nel capitale della stessa; nel caso di *Ansaldo STS*, il livello medio 2006 – 2012 è stimabile in 0,87<sup>33</sup>;
- il tasso medio annuo d'inflazione, calcolato dall'*ISTAT* come già precedentemente indicato, il quale, applicato al rendimento degli strumenti finanziari privi di rischio, consente di determinare il costo reale del capitale proprio.

Tab. 5 – Il costo del capitale proprio.

Anno	Tasso medio BTP decennali	$\beta$ Ansaldo STS	Premio per il rischio	Costo nominale del capitale	Tasso medio d'inflazione	Costo reale del capitale
2006	3,95%	1,47	3,50%	9,10%	2,10%	6,96%
2007	4,41%	1,41	3,50%	9,35%	1,80%	7,50%
2008	4,75%	0,62	3,50%	6,92%	3,30%	3,57%
2009	4,32%	0,48	3,50%	6,00%	0,80%	5,17%
2010	4,01%	0,42	3,50%	5,48%	1,50%	3,94%
2011	5,25%	0,80	3,50%	8,05%	2,80%	5,18%
2012	5,65%	0,90	3,50%	8,80%	3,30%	5,42%
<b>media</b>	<b>4,62%</b>	<b>0,87</b>	<b>3,50%</b>	<b>7,67%</b>	<b>2,23%</b>	<b>5,39%</b>

*Nostra elaborazione su dati Dipartimento del Tesoro ([www.dt.tesoro.it](http://www.dt.tesoro.it)), Damodaran ([www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)), Ufficio Studi di Mediobanca ([www.mbres.it](http://www.mbres.it)) e ISTAT ([www.istat.it](http://www.istat.it)).*

Ne consegue un *cost of equity*, espressivo dell'obiettivo di rendimento ragionevolmente perseguito dagli azionisti, pari, in termini nominali, al 7,67% e, in termini reali, al 5,39%.

Il costo del capitale proprio (*CE*) così determinato può essere confrontato con il tasso interno di rendimento (*TIR*) precedentemente calcolato, esprimendo il tasso di profitto generato da *Ansaldo STS* nel periodo considerato. In termini nominali emergono un tasso di profitto assoluto (*TP*) dello 0,22% e un tasso di profitto relativo (*TP%*) del 2,88%; gli stessi tassi, calcolati in termini reali, si attestano allo 0,16% ed al 2,99% (tab. 6). Il loro segno positivo consente l'espressione di un giudizio di congruità sul rendimento offerto dallo specifico investimento in capitale aziendale, il quale ha pienamente soddisfatto le attese di remunerazione degli azionisti.

<sup>32</sup> Merita osservare che la pluralità di studi disponibili in materia (tra cui quelli di Ambrosetti Stern Stewart Italia, 1999 e Dimson *et al.*, 2007) non conduce a esiti sempre convergenti, ma comunque compresi tra il 3% e il 6%. Il riferimento all'analisi annualmente effettuata da R&S ha tuttavia il pregio di coprire l'intero arco temporale considerato. Rispetto agli esiti di questa analisi, è possibile osservare che la stabilità del premio per il rischio calcolato allude a un rendimento medio dei titoli rischiosi che presenta lo stesso andamento nel tempo di quello dei titoli non rischiosi.

<sup>33</sup> I valori annui del coefficiente  $\beta$  sono disponibili sul sito [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com). Per il 2006, primo anno di quotazione in borsa della società, il coefficiente è approssimato a quello della controllante *Finmeccanica*.

In valore assoluto, l'indicata congruità è esprimibile calcolando l'extra-reddito (*ER*) prodotto, pari alla differenza tra il valore effettivamente creato dall'investimento in azioni *Ansaldo STS* (*VC*, nelle sue determinazioni a flussi correnti o capitalizzati al tasso d'inflazione) e quello che si sarebbe ottenuto attraverso un impiego dello stesso capitale, nel periodo 29/03/2006 – 31/12/2012 (ossia per 6,76 anni), al *cost of equity* accolto (*VCE*, anch'esso espresso in termini nominali o reali). L'extra-reddito, che riflette l'eccedenza di valore creato rispetto a quello atteso, è pertanto pari a € 87.369.588,25, in termini nominali, ed a €45.886.161,27, in termini reali.

Tab. 6 – Il tasso di profitto e l'extra-reddito prodotto.

Valori	TIR	CE	TP	TP%	VC	VCE	ER
Nominali	7,89%	7,67%	0,22%	2,88%	€491.793.348,25	€404.423.760,00	€87.369.588,25
Reali	5,55%	5,39%	0,16%	2,99%	€375.995.546,60	€330.109.385,32	€45.886.161,27

Nostra elaborazione.

### 5.5. Il rendimento differenziale rispetto a un indice di mercato.

Un ulteriore elemento di valutazione, complementare rispetto al precedente, riguarda il confronto tra il tasso interno di rendimento offerto dall'investimento in azioni *Ansaldo STS* e il rendimento medio di mercato, nello stesso arco temporale di medio-lungo termine, espresso dall'andamento dell'indice *FTSE MIB* (a cui i titoli considerati concorrono), individuato come *benchmark*. Per rendere più significativo il confronto, l'indice di borsa può essere opportunamente corretto, anche in questo caso, con il coefficiente di rischio sistematico riferito all'impresa considerata.

Nel periodo preso in esame, l'indice *FTSE MIB* ha registrato un andamento contrastato, ma complessivamente negativo, con un tasso nominale medio annuo di perdita ( $\Delta IB\%$ ) del 9,16% e un corrispondente tasso reale, depurato dall'inflazione, dell'11,03%<sup>34</sup>. L'investimento in azioni *Ansaldo STS* ha quindi conseguito una *performance* nettamente migliore rispetto al mercato di riferimento. La correzione con il coefficiente di rischio ( $\beta$ ) della variazione annua dell'indice *FTSE MIB*, che conduce ad un tasso nominale ( $TMC$ ) negativo del 6,14% e ad un tasso reale ( $TMC_R$ ) negativo del 7,85%, non modifica ovviamente tale valutazione; piuttosto segnala che, se si escludono i primi due anni di quotazione in borsa della società, la stessa si è sistematicamente

<sup>34</sup> Il tasso di rendimento medio di mercato è stato calcolato mediando le variazioni annue dell'indice *FTSE MIB*. Questa modalità di determinazione (che avrebbe potuto essere ulteriormente affinata tenendo conto delle variazioni infrannuali, ad esempio mensili, dell'indice considerato) pare significativa, in quanto coglie in modo puntuale l'andamento del mercato. Essa, inoltre, presenta l'ulteriore duplice vantaggio di condurre a una determinazione piuttosto accurata sia del tasso di rendimento reale, sia del tasso di rendimento corretto per il rischio, tenendo conto della dinamica annuale tanto del tasso d'inflazione quanto del coefficiente di rischio sistematico; il che risulta particolarmente apprezzabile qualora, come nella fattispecie, questi parametri registrino sensibili variazioni nel tempo, a maggior ragione se di segno alterno. Nondimeno, in modo relativamente più semplice e rapido, ma meno preciso, si sarebbe potuto calcolare il tasso di rendimento medio di mercato ragguagliando ad anno il rapporto tra la variazione del *FTSE MIB* complessivamente intervenuta nel periodo considerato e il suo valore iniziale. Nel caso di specie, il tasso medio annuo di perdita sarebbe risultato pari all'8,40% in termini nominali ed al 10,40% in termini reali; i corrispondenti tassi corretti per il rischio sarebbero stati del -7,32% e del -9,06%.

Per completezza, considerando idealmente i valori iniziale e finale del *FTSE MIB* come flussi di cassa rispettivamente in uscita e in entrata, sarebbe stato altresì possibile calcolarne l'ipotetico *TIR* (più propriamente, il *TIR* di un investimento di capitale che, nel periodo osservato, avesse registrato lo stesso andamento del mercato). Nella fattispecie, si sarebbe ottenuto un tasso del -11,68% in termini nominali e del -13,61% in termini reali; gli stessi indici corretti per il rischio sarebbero ammontati, rispettivamente, al -10,18% e al -11,86%. Questa soluzione sarebbe risultata tuttavia soltanto apparentemente più congeniale ad un'analisi comparativa con il *TIR* dello specifico investimento considerato, in quanto avrebbe comunque trascurato la dinamica dei flussi di cassa (in specie dei dividendi distribuiti) intercorsa nel periodo di osservazione.

caratterizzata per un livello di rischio inferiore a quello medio del mercato, come evidenziano i coefficienti  $\beta$  sempre inferiori all'unità (tab. 7).

Tab. 7 – L'andamento dell'indice FTSE MIB.

Data	FTSE MIB	$\Delta B\%$ nominale	Tasso medio di inflazione	$\Delta B\%$ reale	$\beta$ Ansaldo STS	TMC	TMC <sub>R</sub>
29/03/2006	37.700,00						
31/12/2006	41.434,00	7,46%	2,10%	5,25%	1,47	10,97%	7,72%
31/12/2007	38.554,00	-6,95%	1,80%	-8,60%	1,41	-9,80%	-12,12%
31/12/2008	19.460,00	-49,53%	3,30%	-51,14%	0,62	-30,71%	-31,71%
31/12/2009	23.376,24	20,12%	0,80%	19,17%	0,48	9,66%	9,20%
31/12/2010	20.173,29	-13,70%	1,50%	-14,98%	0,42	-5,75%	-6,29%
31/12/2011	15.089,74	-25,20%	2,80%	-27,24%	0,80	-20,16%	-21,79%
31/12/2012	16.273,38	7,84%	3,30%	4,40%	0,90	7,06%	3,96%
<b>media</b>	–	<b>-9,16%</b>	<b>2,23%</b>	<b>-11,03%</b>	<b>0,87</b>	<b>-6,14%</b>	<b>-7,85%</b>

Nostra elaborazione su dati Borsa di Milano ([www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)), ISTAT ([www.istat.it](http://www.istat.it)) e Damodaran ([www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)).

In ogni caso, l'investimento in azioni *Ansaldo STS* ha determinato un rendimento differenziale assoluto ( $\Delta R$ ) del 14,03%, in termini nominali, e del 13,40%, in termini reali, cui corrisponde, in valore assoluto, un rendimento differenziale relativo ( $\Delta R\%$ ) del 228,42%, in termini nominali, e del 170,80%, in termini reali.

Conseguentemente, in valore assoluto, gli azionisti *Ansaldo STS*, investendo €780 milioni il 29/03/2006, hanno beneficiato, a tutto il 2012, di un valore creato (*VC*) di quasi €492 milioni, a flussi correnti, e di circa €376 milioni, a flussi capitalizzati al tasso medio d'inflazione, mentre, considerando l'andamento del *FTSE MIB* corretto con il  $\beta$  aziendale, un analogo investimento avrebbe determinato una distruzione di valore (*VCM*) di circa €313 milioni, in termini nominali, e di quasi €364 milioni, in termini reali<sup>35</sup>. Il valore creato differenziale (*VCD*) è pertanto pari ad oltre €805 milioni in termini nominali e a poco meno di €740 milioni in termini reali (tab. 8).

Da questa valutazione comparativa deriva un posizionamento nettamente favorevole di *Ansaldo STS*, la cui *performance* economica non solo soddisfa pienamente le ragionevoli attese di remunerazione degli azionisti, ma risulta sensibilmente migliore rispetto a quella, oltretutto negativa, mediamente offerta, nello stesso periodo, dal mercato azionario.

Tab. 8 – Il differenziale di rendimento e di valore creato rispetto al mercato.

Valori	TIR	TMC	$\Delta R$	$\Delta R\%$	VC	VCM	VCD
<b>Nominali</b>	7,89%	-6,14%	<b>14,03%</b>	<b> 228,42% </b>	€491.793.348,25	-€313.418.494,81	<b>€805.211.843,06</b>
<b>Reali</b>	5,55%	-7,85%	<b>13,40%</b>	<b> 170,80% </b>	€375.995.546,60	-€363.824.431,60	<b>€739.819.978,20</b>

Nostra elaborazione.

## 6. Conclusioni.

L'applicazione al caso *Ansaldo STS*, per il periodo 2006 – 2012, della metodologia di controllo della creazione di valore oggetto del presente contributo sembra convalidarne la capacità di supportare valutazioni attendibili circa la durevole funzionalità economica dell'impresa.

<sup>35</sup> Per procedere ad una determinazione più significativa, la distruzione di valore è stata calcolata tenendo conto dell'effettivo andamento, anno per anno, dell'indice *FTSE MIB*, anziché della sua variazione media annua nel periodo pluriennale considerato.

Il riferimento ad un'unica realtà aziendale circoscrive oggettivamente l'ambito applicativo considerato, ma pare coerente con l'avvertita esigenza di illustrare in modo approfondito le varie fasi di svolgimento della metodologia proposta.

Del resto, i limiti tipici dei valori di mercato, relativi alla loro capacità di riflettere valori economici, possono considerarsi ragionevolmente superati nel caso di *Ansaldo STS* che, nell'arco temporale esaminato<sup>36</sup>, si caratterizza, sotto il profilo gestionale, per la razionalizzazione e il consolidamento del *core business* aziendale e, sotto il profilo proprietario, per la prevalente distribuzione del capitale su base internazionale, a latere della quota di partecipazione del 40% mantenuta da *Finmeccanica*.

La metodologia proposta, come il caso analizzato evidenzia, consente di procedere, facendo ricorso a dati di mercato, ad una valutazione composita, effettuabile mediante approfondimenti progressivi, degli esiti del processo aziendale di creazione di valore per gli azionisti, avendo riguardo a società quotate in borsa o di cui, comunque, si formino prezzi del capitale significativi e negoziabili, osservate in un arco temporale di medio-lungo termine.

La metodologia suggerita esprime, sia in valore assoluto che in termini di rendimento, la *performance* economica aziendale, articolandosi in più fasi, ognuna delle quali offre indicazioni che, a seconda degli esiti, possono già risultare significative, ovvero meritare di essere approfondite nei passaggi successivi.

Il punto di partenza è rappresentato dalla determinazione del valore creato dalla specifica impresa e dal relativo tasso interno di rendimento. In proposito, alla luce dei significativi scarti evidenziati dalle misure di creazione del valore determinate in termini nominali e reali, la considerazione degli effetti dell'inflazione pare un accorgimento necessario per esprimere, in modo significativo, risultanze di medio-lungo periodo. Sul piano della valutazione, un segno negativo di questi primi indicatori segnala distruzione di valore e conduce a un immediato giudizio di insoddisfazione rispetto allo specifico investimento in capitale aziendale. Un loro segno positivo, per quanto espressivo di creazione di valore, non offre indicazioni sufficienti sulla qualità della *performance* conseguita e consente di esprimere un giudizio potenzialmente favorevole, che merita tuttavia di essere opportunamente approfondito.

Nel caso di *Ansaldo STS*, questa fase risulta positivamente superata, grazie ad un valore creato nel periodo di osservazione di circa € 492 milioni a flussi correnti e di € 376 milioni a flussi capitalizzati al tasso d'inflazione, cui corrispondono un *TIR* nominale del 7,89% e un *TIR* reale del 5,55%. A questa *performance* contribuisce principalmente il *capital gain* determinato dalla variazione, tra l'inizio e la fine del periodo considerato, della capitalizzazione di borsa della società, che spiega il 70% in termini nominali e il 58% in termini reali del *TIR* complessivo.

Per approfondire l'analisi è possibile procedere al calcolo dell'extra-reddito e del relativo tasso di profitto eventualmente prodotto dall'impresa, tenendo conto del *cost of equity* per esprimere le ragionevoli attese di remunerazione degli azionisti. Il segno, positivo o negativo, di questi indicatori consente l'espressione di un giudizio adeguatamente motivato, segnalando l'efficacia (o meno) dello specifico investimento in capitale aziendale, in termini di rispondenza agli obiettivi di rendimento ragionevolmente perseguiti.

*Ansaldo STS*, nel periodo considerato, supera positivamente anche questa fase comparativa. L'extra-reddito prodotto è complessivamente determinabile in oltre €87 milioni a valori correnti e in quasi €46 milioni a valori capitalizzati al tasso d'inflazione. Correlatamente, si registra un tasso di profitto positivo, in termini tanto nominali quanto reali, che si attesta nell'intorno dello 0,2% in valore assoluto e del 2,9% in valore relativo. Questi indici, sebbene piuttosto contenuti, segnalano la piena funzionalità economica duratura dell'impresa, che si dimostra in grado di soddisfare con sistematicità, nel medio-lungo termine, le attese di remunerazione degli azionisti, offrendo loro un rendimento lievemente, ma stabilmente superiore rispetto al costo del capitale proprio, in presenza di un valore inferiore all'unità del coefficiente aziendale di rischio sistematico incorporato nel costo

---

<sup>36</sup> Giova ricordare che l'arco temporale esaminato corrisponde al massimo periodo di riferimento rispetto al caso considerato, compreso tra la data di quotazione in borsa della società e la data di chiusura dell'ultimo esercizio disponibile.

del capitale. Il già ricordato contributo del *capital gain* alla complessiva *performance* di valore sembra riconducibile all'apprezzamento del mercato per la "qualità" del reddito generato nel tempo dall'impresa. In altri termini, l'investimento in azioni *Ansaldo STS* pare particolarmente adatto ad operatori caratterizzati da una relativa avversione al rischio e che perseguano obiettivi conservativi piuttosto che speculativi.

Un ulteriore approfondimento di qualche rilievo riguarda il confronto tra la *performance* economica aziendale e l'andamento di un appropriato indice di borsa. Si tratta di una valutazione che, pur non modificando il segno del precedente giudizio, concorre alla sua migliore qualificazione, facendo riferimento non tanto agli obiettivi di remunerazione traguardati quanto al contestuale rendimento offerto dal mercato azionario.

Nel caso analizzato, il riferimento è all'indice *FTSE MIB*<sup>37</sup>, il quale, tuttavia, nel periodo considerato ha registrato un andamento contrastato e complessivamente negativo (del 9,16% in termini nominali e dell'11,03% in termini reali). L'investimento nel capitale di *Ansaldo STS* ha quindi registrato un importante differenziale sia di rendimento (nell'intorno del 14% in valore assoluto) che di valore creato (per quasi € 740 milioni in termini reali e oltre € 805 milioni in termini nominali) rispetto al mercato. Le risultanze di questa analisi comparativa confermano la qualità della *performance* economica di medio-lungo periodo dell'impresa, che ha offerto agli azionisti un rendimento positivo mentre il mercato accumulava perdite significative.

La metodologia proposta, attraverso le varie fasi che la compongono, conduce quindi ad una valutazione della durevole funzionalità economica aziendale, che si caratterizza per completezza e profondità, risultando particolarmente solida e fondata. Il ricorso a dati desumibili dal mercato la rende altresì sufficientemente agevole, rapida ed economica da applicare. Si tratta, così, di una metodologia ad un tempo relativamente semplice e significativa, ancorché riferita ad un fenomeno rilevante e complesso come la *performance* di valore dell'impresa.

## **Bibliografia.**

Amaduzzi A. (2000), *Obiettivi e valore dell'impresa: misure di performance. Considerazioni teoriche e modelli operativi*, Milano, Il Sole24ore.

Ambrosetti Stern Stewart Italia (1999), *Best practices nei metodi di valutazione e di stima del costo del capitale*, Milano, AIAF Formazione e Cultura.

Barnabè F. (2011), "Creazione di valore e value based management", in Busco C., Giovannoni E. & Riccaboni A., *Il Controllo di Gestione. Metodi, strumenti ed esperienze. I fondamentali e le novità*, Milano, Ipsoa.

Brealey R.A., Myers S.C., Allen F. & Sandri S. (2011), *Principi di finanza aziendale*, 6/ed., Milano, McGraw-Hill.

Coda V. (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, Torino, Utet.

Damodaran A. (2001), *Corporate Finance: Theory and Practice*, 2/ed., New York, Wiley & Sons Ltd.

Dimson E., Marsh P., Staunton M. & Elgeti R. (2007), *Global Strategy 2007: Global Investment Returns Yearbook*, London, ABN AMRO Equities Limited.

Donna G. (1999), *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Roma, Carocci.

Donna G. (2003), "La creazione di valore", in Ruggeri R. (a cura di), *L'azienda del futuro*, Milano, Il Sole 24 ore.

---

<sup>37</sup> Si tratta di un riferimento pertinente, nella fattispecie, stante l'appartenenza ad esso del titolo *Ansaldo STS*. Come anticipato in nota 22, non forma invece oggetto di approfondimento in questa sede la significatività del *FTSE MIB* in rapporto al livello di efficienza del mercato finanziario italiano.



Ferrando P.M. (1998), “Risorse e risorse immateriali”, in Ferrando P.M., Fadda L. & Dameri R.P., *Saggi sull’immaterialità nell’economia delle imprese*, Torino, Giappichelli.

Ferrando P.M. (2010), “Teoria della creazione del valore e responsabilità sociale dell’impresa”, *Impresa Progetto*, n. 1.

Fontana F. (2001), *Le risorse immateriali nella comunicazione aziendale*, Torino, Giappichelli.

Fortuna F. (2001), *Corporate governance. Soggetti, modelli e sistemi*, Milano, Franco Angeli.

GBS (2001), *Il bilancio sociale*, Milano, Giuffrè.

Guatri L. (1991), *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Milano, Egea.

Guatri L. & Bini M. (2009), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, Egea.

Guatri L. & Massari M. (1992), *La diffusione del valore*, Milano, Egea.

Mucchetti M. (2004), *Licenziare i padroni?*, Milano, Feltrinelli.

R&S – Ricerche e Studi (2000), *Le privatizzazioni in Italia dal 1992*, Milano ([www.mbres.it](http://www.mbres.it)).

R&S – Ricerche e Studi (2012), *Dati cumulativi di 2032 società italiane*, Milano ([www.mbres.it](http://www.mbres.it)).

Sanchez R., Heene A. & Thomas H. (eds.) (1996), *Dynamics of Competence-Based Competition*, Oxford, Elsevier Pergamon.

Veltri S. & Nardo M. (2007), “Il capitale intellettuale: definizione e modelli di valutazione”, in Fabbrini G. & Ricciardi A., *Intangible assets*, Milano, FrancoAngeli.

### **Sitografia.**

[www.ansaldo-sts.com](http://www.ansaldo-sts.com)

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

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

[www.dt.tesoro.it](http://www.dt.tesoro.it)

[www.finanza-aperta.it](http://www.finanza-aperta.it)

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

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

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