



**executive
manager**

Nord Est

Il capitale intellettuale
delle Aziende di valore

4
executivebook
novembre2009

Che cosa stiamo imparando dalla bufera economica e finanziaria in corso ?

Scambio di esperienze e conoscenze

Workshop guidato dal Prof. Francesco Renne
CUOA 27 giugno 2009



La Collana

Executive Book è la *collana* che raccoglie le esperienze e gli stimoli emergenti dagli *Executive Labs*.

Executive Book è un *luogo di incontro* dove si discute di management con i protagonisti della realtà economica e sociale.

La direzione scientifica di questo numero della Collana è stata curata da Francesco Renne

Gruppo di Lavoro

Andrea Stefani

(Consulente di Direzione e Formatore, Espeira)

Andrea Campagnolo

(Direttore Commerciale, Mafin spa)

Enrico Scian

(Project Manager e Consulente Pride Spa)

Federico Armani

(National Account Executive, Vodafone Global Enterprise)

Guido Zoppolato

(Business Consultant)

Marco Zampieri

(Direttore Commerciale & Marketing)

Michele Repaci

(Sales Manager, Bosch Rexroth Spa)

Stefano Schiavo

(Management Control & Operations Manager, Lago Spa)

Ringraziamenti

Siamo giunti al 4° numero della collana *Executive Book* curato dal Gruppo *Executive Manager Nord Est*.

Proporre un *Lab* sulla Crisi poteva sembrare l'ennesimo meeting su un tema ormai largamente dibattuto e il rischio di non aggiungere valore alla discussione era concreto.

Riteniamo invece di aver creato un'occasione di incontro e confronto dove ogni partecipante ha potuto portare il suo contributo: ne sono uscite delle indicazioni non scontate e una chiave di lettura organica, dettagliata ed innovativa dell'attuale contesto economico-finanziario.

Un ringraziamento particolare va quindi al Prof. Francesco Renne che, a partire da una visione non preconstituita della situazione, ci ha dato validi spunti di riflessione e guidati nel percorso di comprensione della crisi e dei possibili sviluppi futuri.

Gli Arieti, il gruppo organizzatore dell'evento, ringraziano ancora una volta il CUOA per l'ospitalità e tutti gli ex allievi EMBA per l'attiva partecipazione all'incontro.

Michele Repaci
Sales Manager



Benvenuto	2
Presentazione dell'ospite	3
Introduzione alla giornata	3
I quesiti	
	20
Workshop: spunti dai gruppi	
Workshop: analisi e sintesi di Francesco Renne	

Benvenuto

4

Il 4° Lab è stato per noi Diplomati 2005-2007 un'occasione importante per allargare la partecipazione a tutti i Diplomati E-MBA del CUOA.

Il nostro gruppo auspica una sempre maggior partecipazione di professionisti che, avendo condiviso un comune percorso di approfondimento e formazione manageriale, possano contare l'un l'altro per condividere e sviluppare opportunità professionali.

Andrea Campagnolo
Direttore Commerciale

Presentazione dell'ospite

Francesco Renne

Ragioniere commercialista e revisore contabile, Consigliere dell'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Varese (2008-2012), docente CUOA Finance, coordinatore tematico dell'Osservatorio Legislazione & Mercati, Presidente della Commissione Finanza Innovativa CNDCEC e Partner Studio associato Renne & Partners

Introduzione alla giornata

Il gruppo degli EMNE nasce a fine 2007 dai partecipanti del percorso Master E-MBA 3, ed è guidato dal gruppo Arieti che portano avanti una serie di iniziative il cui momento pubblico aggregante sono i 3 incontri annuali definiti Executive Lab; la formula è quella appunto del laboratorio, inteso come modalità di scambio e crescita culturale ogni volta in divenire, secondo quindi un format che passa dall'incontro con il testimonial imprenditore, passando per il confronto tra manager atipici (il medico, il magistrato e il regista) e oggi allo scambio di idee con

il Docente Master Prof. Francesco Renne che darà una chiave di lettura non convenzionale dell'attuale crisi eco-finanziaria. L'originalità dell'incontro di oggi sta nei workshop che caratterizzeranno la parte centrale dell'incontro; dopo un'introduzione all'argomento da trattare e una messa in comune della terminologia ci divideremo a gruppi e ogni gruppo svilupperà in autonomia le sue risposte alle domande e problematiche proposte dal Prof. Successivamente ci saranno le presentazioni in plenaria, i commenti del Docente e le conclusioni relative. Fondamentale è il contributo di tutti i partecipanti e l'eterogeneità dei partecipanti ai gruppi in termini di competenze aziendali per poter portare a casa idee e contenuti il più possibile utili al nostro ruolo in Azienda e al di fuori.

Federico Armani

National Account Executive

I quesiti

Francesco Renne

Tutti parlano di crisi, ognuno con le sue sfumature e suoi punti di vista: forse ancora oggi manca una chiave di lettura unitaria e spesso il rischio è di confondere le cause con gli effetti. Le domande e il loro sviluppo ci aiuteranno, con il confronto e il ragionamento, ad approdare ad una chiave di lettura integrata. Serve che sia integrata perché la situazione è particolare: la crisi ha avuto un punto di partenza, ne avrà uno di arrivo, tocca molti ambiti tra i quali la finanza, il sistema del risparmio, l'economia reale, gli investimenti industriali intesi come accesso al credito per sostenere le attività, le regole dei mercati finanziari, quelle giuridiche, quelle fiscali. Siamo nell'imminenza di un fortissimo cambiamento, alcuni paradigmi economici e giuridici che sembravano immutabili potranno cambiare nel medio periodo.

L'orizzonte temporale con il quale dobbiamo svolgere il nostro compito è quello dello storico, non quello del manager d'azienda; è necessario astrarci dal quotidiano perché l'analisi sia efficace.

La stampa tipicamente identifica la crisi con l'utilizzo eccessivo o improprio di strumenti finanziari. Questi strumenti però sono figli di una regolamentazione, la quale determina il funzionamento dei mercati finanziari all'interno dei quali è scoppiata la crisi. Ma allora da dove parto? Quali sono i rapporti causa-effetto?

1° LOOP



A Ottobre 2008 la crisi si trasmette, dicono i giornali, all'economia reale tramite la liquidità. La liquidità (che siano mezzi propri o mezzi di terzi) è lo strumento necessario per fare gli investimenti e quindi crescere per reagire alla crisi. Il mercato però è in recessione e questo genera uno shock che frena gli investimenti: viene prima l'uovo o la gallina ?

II° LOOP



Questi due loop vanno in sovrapposizione fra loro, poi vedremo di capire quale è arrivato per primo; anche la dottrina economica e formativa corrente viene messa in discussione da questa crisi che è diversa da tutte le altre ed è la più grave, almeno come estensione. Gli strumenti sotto esame sono soprattutto i sistemi di misurazione del rischio (Basilea2, risk management, etc.) che, ad un'analisi a caldo, sembrano aver fallito.

Veniamo allora alle domande che hanno come obiettivo **l'uscire dalla crisi**:

1. Qual è il ruolo delle banche? e per uscire dalla crisi è preferibile avere banche che danno più soldi a tutti o banche più serie (cioè che facciano più selezione)?
2. Per un'impresa, strategicamente, oggi qual'è la leva più premiante: i flussi di cassa (cashflow), la patrimonializzazione o la redditività ?
3. Per un'azienda in crisi (turnaround) è preferibile avere un costo del denaro più basso o delle rate di rimborso più lunghe ? Cosa devo negoziare con la banca ?
4. Quali canali alternativi utilizzare per accedere al credito se le banche hanno dei problemi ? Andare in borsa ? Utilizzare un Private Equity ? Se ho mezzi, strategia e manager sono sicuro che mi serva un P.E. per crescere ?

Workshop: spunti dai gruppi

5. In questo momento di crisi, se mi sento come azienda in grado di farlo, è preferibile crescere per linee interne o mediante acquisizioni ? E perché una strada o l'altra ?
6. La prossima è una domanda classica: a parità di variazione della forbice dilazione incassi/pagamenti l'Azienda guadagna di più incassando prima o rinviando i pagamenti? Si potrebbe obiettare che questo è un problema finanziario e non di redditività, cioè riguarda il cash flow: ma invece forse incide e va analizzata con attenzione la risposta.
7. Fisco: qual è il rapporto tra leva fiscale e creazione del valore? Dobbiamo rassegnarci a contrarre l'imponibile sul conto economico abbassando il valore del fatturato e alzando quello dei costi per ridurre il carico fiscale, distruggendo in tal modo valore economicamente rilevante? Non c'è un'altra chiave di lettura ?
8. Accesso al credito: le garanzie servono ancora ? Le usiamo bene ?
9. Accesso al credito di nuovo: per finanziare dei progetti vado come prima a negoziare con la Banca o devo sottolineare altri aspetti ?
10. Esistono i titoli "tossici" ? Prima di Agosto 2008 nessuno se ne era accorto ?
11. Da dove nasce la crisi ? qual è il punto di inizio ? Con la risposta a questa domanda dovremmo riuscire a dipanare la matassa del primo loop.

Michele Bottoni

Prima della crisi le banche avevano un'ottica quasi esclusivamente finanziaria e di breve periodo. Ciò le rendeva miopi sul mercato senza un'attenzione particolare all'economia reale. L'imprenditore poteva andare in banca presentando tre paginette di business plan avendo così un facile accesso al credito.

Cosa a nostro parere dovrebbe succedere dopo la crisi? Le banche dovrebbero investire nella professionalità interna delle loro strutture, creando le competenze per poter valorizzare e supportare le migliori idee di business. L'imprenditore dovrà formalizzare la visione strategica di lungo periodo della sua azienda. Dovrà anche essere più preparato perché dovrà esso stesso essere selezionato.

Stefano Schiavo

La scelta di crescita per linee interne od esterne è molto legata al fattore della cultura organizzativa che non sempre si

considera appieno. In questo momento è facile che ci siano degli “affari” e quindi delle acquisizioni che possono sembrare anche finanziariamente molto vantaggiosi.

Se c'è un forte modello culturale come ad esempio quello della “lean”, riuscire a riportarlo in tempi brevi su aziende acquisite può comportare dei rischi e dei limiti nella crescita nel medio-lungo periodo. Toyota dal 2002 al 2006 ha perso quel vantaggio forte che aveva nei confronti del resto del mondo perché si è data l'obiettivo di arrivare a 9 milioni di macchine vendute diventando il primo produttore al mondo. Per far questo ha cominciato a tradire certi presupposti culturali e manageriali. In condizioni di questo tipo anche se ci sono degli “affari” buoni in giro forse è meglio mantenere la linea della crescita interna. In assenza d'altronde di queste condizioni, aziende con altre dinamiche possono trovare dei vantaggi notevoli nella crescita per linee esterne.

Federico Armani

La presa di consapevolezza di questa crisi ci ha richiamato l'immagine di “Willy il Coyote” che, inseguendo Bip Bip oltre il bordo del burrone, non cade subito ma continua a procedere finché non diventa cosciente di essere sospeso nel vuoto. Soltanto allora cade.

Tutti gli indicatori dicevano che ci stavamo facendo del male, ma nessuno se ne voleva preoccupare, fino a quando non è arrivata la doccia fredda di Lehman Brothers.

Guido Zoppolato

Partiamo dall'ultima domanda: la 11, e dal tentativo di risposta a essa proviamo a trarre qualche insegnamento.

La velocità dei cambiamenti che la globalizzazione impone è senza precedenti e la curva di apprendimento del management non ce l'ha fatta ad adeguarsi in tempo utile.

Ciò porta fatalmente a un diffuso *shortism*; un navigare a vista incapace di scorgere gli scogli oltre il proprio naso; una visione a breve periodo che porta la finanza più avanzata all'illusione di sconfiggere il rischio nascondendosi dietro a cartolizzazioni e derivati sempre più complessi.

Ciò procrastina e amplifica il ‘botto’ finale. Poco conta il buon senso quando il sistema premia manager che si distinguono per azzardo morale.

Una finanza plagiata da interessi speculativi anziché una finanza, linfa vitale dello sviluppo, che segue le idee!

Un credito sospettoso che innalza barriere di ingresso a nuove iniziative imprenditoriali, girando quindi le spalle a quella nuova energia oggi tanto utile per risollevarsi.

Un credito che si trincerava dietro garanzie schiaccianti, per rischiare meno, senza doversi cimentare nel valutare e discernere con competenza business plan davvero meritevoli.

Una questione, un po' etica e un po' legata alle regole, che nuocerebbe rimandare.

Workshop:

analisi e sintesi di Francesco Renne

10

1. Ruolo delle banche

Premetto che a mio avviso nel mondo manageriale - così come in quello della finanza e della professione - si sia smesso di ascoltarsi: tutti propongono, nessuno si confronta. Ci dovrebbe essere più contaminazione, minor gap culturale ed impermeabilità. Il paradosso è che in un momento di massima globalizzazione e maggiori possibilità di confronto, molti si sono mentalmente chiusi nelle proprie posizioni.

C'è certamente un problema legato alla capacità delle banche di fare selezione, il loro mestiere naturale. Il problema vero è che l'accesso al credito oggi è declinato con l'obiettivo di garantire flussi a pioggia di risorse al sistema. Tutti dicono che nei fatti serve fare maggiore selezione da parte delle banche nel concedere credito. Ci dovremmo allora chiedere perché oggi criticiamo gli istituti di credito che fanno cernita delle aziende e sono meno aperte al finanziamento delle imprese.

Ci dobbiamo inoltre chiedere se il fatto

che la banca non sia in grado di valutare il nostro business è legato alla capacità della banca stessa o invece dovuto ad un mio livello di comunicazione ed apertura alle banche inadeguato, che impedisce loro di valutare correttamente la nostra attività.

2. Cash flow/patrimonio/ redditività: quale genera maggiori effetti strategici?

Per rispondere correttamente a questo quesito ci si deve spostare da una visione di breve ad una di lungo periodo e ragionare in ottica diversa.

Partiamo dal concetto di valore di un'azienda: come lo si misura? Il multiplo è una metodologia di valutazione o un benchmark? In realtà il multiplo non è uno strumento tecnico per valutare un'azienda ma un benchmark utilizzato nella prassi per evitare una valutazione analitica. E' banalmente più semplice utilizzare il multiplo.

Uno dei grossi problemi in finanza è aver iniziato ad utilizzare nelle operazioni aziendali, per comodità operativa, uno strumento che veniva utilizzato per riscontro/confronto tra la mia valutazione e quella di altri che hanno valutato altre aziende vicino a me. Abbiamo dato confidenza statistica a questi *comparables*, col tempo divenuti metodo valutativo stesso.

Spesso si applicano multipli di settore senza guardare i fondamentali: c'è molta dottrina che studia la correlazione degli errori nella valutazione coi multipli quando l'azienda da valutare è più o meno indebitata, patrimonializzata, redditizia, rispetto al campione che ha generato il multiplo.

In realtà chi conosce l'azienda sa che essa genera maggiore o minor valore delle altre per i suoi fondamentali, non perché il settore cresce o no, non perché altre aziende del settore sono state acquisite ad un prezzo alto o basso, non perché nel periodo di riferimento i fondi di investimento avevano liquidità ed erano disposti a pagare prezzi elevati (se tengono ferma la liquidità hanno un rendimento inferiore al T.I.R. del fondo). Oggi uno dei problemi maggiori in finanza è che tutti i multipli elaborati sino ad agosto 2008 non hanno valore, sono inaffidabili. Non vanno bene perché è sbagliata la logica, il multiplo non è un metodo di analisi.

La dottrina di valutazione di fine anni '80 spiegava che per stimare il valore devo considerare le dinamiche, in un asse del tempo, dei dati fondamentali, analizzando il rischio che questi non si realizzino. Deve esistere un business plan che è, metaforicamente, come la frutta che si mette

in un frullatore. Il risultato non dipende dal frullatore, dal metodo, ma dall'input che metto dentro. Si parla non della (singola, unica possibile) valutazione d'azienda ma delle diverse valutazioni d'azienda, legate alla prospettiva temporale ed alle dinamiche dei dati fondamentali nel tempo. Non si parla di Valore ma di range di valori.

I multipli sono certamente utili, ma come griglia per vedere se le valutazioni ottenute sono coerenti al prezzo dato dal mercato ad aziende simili.

Il valore è dettato dalle strategie della mia azienda, è il mio business plan che mi dice dove voglio arrivare.

Ciò premesso, proviamo ad analizzare come Patrimonio, Redditività e Flussi di cassa influenzano il valore dell'azienda.

Se aumento il capitale (patrimonializzazione in ottica ragionieristica), ottengo:

1. maggior patrimonio netto
2. crollano gli indici economici (ROE e ROI, a parità di risultato economico)

In questo senso anche le rivalutazioni immobiliari, favorite da interventi di natura fiscale recenti, fanno crollare gli indici economici, l'azienda vale meno di prima. C'è tuttavia un trade-off: il patrimonio da equilibrio finanziario agli occhi di terzi, mi rende meno rischioso e più appetibile per gli istituti di credito.

Bisogna quindi valutare e contestualizzare l'aumento di capitale: lo stesso effetto di aumento di patrimonio lo si può ottenere con rivalutazione di riserve/bene o con nuovo apporto cash. La differenza è sostanziale: a parità di capitale, nel se-

condo caso ho apportato cassa, con un effetto sul cash flow positivo; con la rivalutazione di un immobile no.

Tra redditività e flussi di cassa rimane aperta la domanda di quale sia preordinato all'altro, se genera più valore una gestione corretta dei flussi di cassa o una buona redditività dei nuovi investimenti. Qualsiasi valutazione d'azienda parte da un'analisi DCF (il metodo Discounted Cash Flow è scientificamente provato essere il più affidabile perché posso fare proiezione di medio-lungo termine; per la Piccola Media Impresa, nella quale è difficile fare la proiezione dei fondamentali nel medio periodo, si può utilizzare il metodo *USI, riconosciuto valido dai Dottori Commercialisti). Il valore nel lungo periodo è legato al miglioramento dei flussi di cassa, non all'aumento del capitale o della redditività, che sono condizioni (o a volte effetti) della gestione corretta dei flussi di cassa. Il driver principale pertanto è la gestione dei flussi di cassa.

Tutti conosciamo il concetto del Costo Medio Ponderato del capitale (W.A.C.C.): tutte le fonti finanziarie hanno un costo non legato solo al costo del denaro prestatato dalle banche, ma anche al costo del capitale apportato dai soci, che sconta anche il rischio aziendale.

Il WACC esprime pertanto il costo medio ponderato del capitale dell'azienda, con la chiara considerazione che è maggiormente oneroso il capitale proprio, dato che:

a) sconta un premio per il rischio di lungo periodo, quando invece le banche hanno un premio per rischio di breve, spesso

con ulteriori garanzie accessorie
b) il costo di capitale di terzi (interessi ed oneri) ha un effetto fiscale per cui anche a parità di costo comunque ho benefici fiscali di cui non gode il costo del capitale proprio

Ma se il costo del capitale proprio è sempre maggiore del costo del capitale di terzi, all'aumentare del capitale proprio aumenta sempre anche il WACC, pertanto cala il valore della mia azienda. In conclusione: ha senso aumentare il capitale solo quando la mia azienda non è in grado di generare miglioramenti, nel periodo di riferimento, dei flussi di cassa. L'aumento del capitale è pertanto strumentale e finalizzato alla ripresa della crescita dei flussi di cassa. Ma finché l'azienda produce flussi di cassa non conviene lavorare con aumenti di capitale.

Dal punto di vista di chi ci finanzia, la banca, chiaramente vede di buon grado un aumento del patrimonio, ma questo è legato dal valore dell'azienda e legato a concetti di equilibrio finanziario e di liquidità.

Bisogna pertanto scindere un effetto psicologico da un effetto sostanziale. Facciamo un esempio pratico: oggi l'azienda ha 1 mln di Euro di capitale, 4 mln Euro di indebitamento e decido un aumento di capitale di 0,5 mln. Dopo questa operazione avrò 1,5 mln di capitale proprio e 3,5 di debito: chiaramente si riduce il rischio finanziario per il nostro finanziatore, la banca, dato che ho migliorato in maniera più che proporzionale il mio indice di leverage/indebitamento. Ma questa operazione non ha creato valore.

Qui si evidenzia il paradosso tra il sistema introdotto da Basilea 2 e la Creazione di valore: sul primo impatta la patrimonializzazione e l'equilibrio finanziario, sul secondo i flussi di cassa. Sono due logiche diverse legate al fatto che, se sono finanziatore, voglio che il mio debito sia restituito, se sono azionista voglio che la mia azienda crei valore in prospettiva, ad esempio, di cessione futura.

È normale che ci siano due risposte diverse alle esigenze diverse della banca che ci finanzia e di chi investe nell'azienda. Ma la realtà è che nel lungo periodo un'azienda che genera flussi di cassa sarà anche patrimonialmente stabile: questa dicotomia tra patrimonio e flussi di cassa, presente nel breve, si ricongiunge nel lungo periodo.

La razionalità premia; il problema è che spesso le aziende fanno cose non razionali, errori che nel lungo periodo si pagano. Quindi, se aumento il capitale con rivalutazione di immobili, si riducono gli indici economici a parità di redditività. Se aumento il capitale con apporto dei soci, aumenta l'attivo, avrò effetti positivi sui futuri flussi di cassa. Ha senso l'aumento di capitale solo in questo secondo caso. Finché il trend di proiezioni di flussi di cassa è positivo, non ha senso fare aumenti di capitale, ossia, farlo sottrarre valore all'azienda. Quando questo flusso di cassa è in declino e non più sufficiente per rispettare il piano strategico, aumento il capitale con apporto dei soci.

Ci dobbiamo anche chiedere quale passaggio importante sono chiamate a fare le banche, dalla logica della valutazione del

patrimonio a quella del business plan: le banche devono aumentare la loro capacità di valutare il business delle aziende e non limitarsi a guardarne la loro grandezza. In concreto questo significa:

1. analizzare il budget di conto economico e stato patrimoniale congiunti
2. assieme al bilancio, analizzare il business plan ed il rendiconto finanziario storico e prospettico coi flussi di cassa futuri.

Certamente a volte le banche sbagliano, ma spesso sono le aziende che non si lasciano valutare. Inoltre la banca non è analista di business, non è il suo mestiere conoscere rischi e opportunità dei settori. Alla banca va presentata una costruzione finanziaria e dei fondamentali del business credibili; a lei poi spetta il compito di capire se si sta creando valore. Quando si arriva a parlare di *valore* significa che imprenditore, professionista (consulente, commercialista) e banca stanno utilizzando lo stesso linguaggio. I tre soggetti devono quindi fare un salto culturale e, parlando lo stesso linguaggio, condividere il metodo di valutazione.

3. Contenere i costi per interesse o razionalizzare i flussi di cassa per un'azienda in crisi?

Soprattutto in questo momento di crisi, non devo avere flussi di circolante assorbiti a servizio del debito, devo tenere i flussi all'interno dell'azienda, per avere risorse per pagare i fornitori, il personale e continuare ad investire.

Devo avere le risorse finanziare per ge-

stire l'attivo ed aumentare il mio ROI. Ha senso che in un periodo di crisi la mia azienda sia sovraesposta nel breve termine con le banche ? Non era forse preferibile avere già da prima un debito strutturale per aver maggiore capacità di "apnea" nel momento di crisi? Anche la struttura finanziaria e l'accesso al credito sono pertanto problemi strategici, non contingenti.

4. Canali alternativi per accedere al credito

Contano certamente aspetti legati alla dimensione aziendale (es: Cofidi per le piccole), ma non sono d'accordo con chi dice che il private equity è per le media impresa, la borsa per le grandi, né che il private equity è sempre positivo e la borsa no o viceversa.

Dipende della strategia: se la mia azienda ha visione strategica e management, da certe dimensioni in su, vado in borsa (oggi con l'accesso all' EIM il limite sono già i 20/30 mln di Euro).

Se non ho visione o non ho management, mi rivolgo ad un fondo di private equity che mi dà l'una o l'altro. Se posso farcela da solo, evito di dover pagare una plusvalenza (che rimarrà mia qualora accessi alla borsa da solo).

Il private equity ha senso solo quando mi porta valore aggiunto:

- strategia di internazionalizzazione che da solo non posso fare
- management interno, di cui posso essere carente
- in un processo di risanamento mi dà risorse/flussi di cassa in maniera più

rapida del sistema bancario.

Le cose si fanno se è conveniente all'azienda, non a chi le propone.

5. Sviluppo per linee interne o per acquisizioni

Se da un lato è vero che se mi integro con un'altra azienda metto a rischio il mio modello culturale forte e sorge il problema della sua perdita e della contaminazione, dall'altro è altrettanto vero che:

- abbiamo concorrenti fornitori e clienti che sono quotati "a sconto", poiché l'effetto della crisi ha deprezzato molte aziende; chi è più sano si guarda intorno, realizza di aver mantenuto il proprio valore più degli altri e gli si prospetta la possibilità di acquistare terze aziende (concorrenti, fornitori, cliente in area USA dove vi è uno sconto sul prezzo maggiore rispetto all'area EU e c'è un effetto della valuta USD che rende l'operazione di acquisizione ancora più appetibile) a condizioni particolarmente vantaggiose
- la creazione del valore la fanno i flussi di cassa. Ma qual'è il Break Even Point di un'acquisizione e quello di un investimento per linee interne? Con un'operazione di acquisizione ho in mano subito i flussi di cassa che immediatamente impattano sul valore della mia azienda. Se invece cresco per linee interne, l'effetto dei flussi di cassa è in funzione del tipo di investimento che vado a fare (ho un Break Even Point industriale e non finanziario).

Un'azienda che fa differenziazione di prodotto non fa acquisizioni, perché

sarebbe una mutazione genetica della sua linea strategica: se il mio prodotto è unico, lo faccio solo io, non ho nessuno da comprare. Ma anche in questo caso, si parte dalla visione strategica e non da situazioni contingenti del mercato positive e favorevoli ad acquisizioni.

Tutto parte dalla visione strategica: risk management, controllo di gestione, valore dell'azienda. La visione strategica, oltretutto, è la cosa più difficile da esternalizzare, soprattutto quando questa è tutta nella testa dell'imprenditore, situazione tipica della nostra economia locale.

Domanda: (Marco Zampieri)

Alla luce di quanto detto, lei quindi considera l'operazione Opel non giustificabile, dato che la Magna, che non ha competenze specifiche, acquista un'azienda che non genera flussi di cassa?

Risposta: *Marchionne ha giustamente sottolineato come Magna stia facendo un'operazione basata su logiche che non sono industriali né finanziarie.*

6. A parità di variazione della forbice dilazione incassi/pagamenti, meglio per un'azienda incassare prima o rinviare i pagamenti ai fornitori?

La risposta a questo quesito è semplice e netta: incassare prima, nettamente.

A parità di volume sto portando a casa, reinvestendolo, tutto il mio valore aggiunto. Ridurre il tempo degli incassi da clienti permette di fare rotare il ROI più velocemente.

7. Rapporto tra leva fiscale e creazione del valore: dobbiamo rassegnarci a contrarre l'imponibile del conto economico per ridurre carico fiscale?

Ogni volta che un'azienda fa sommerso - sovraccaricando costi o non dichiarando ricavi - abbate certamente la quantità di imposta ma nei fatti sottrae flussi di cassa dichiarabili in azienda, distruggendo valore agli occhi di terzi.

Se rinunciassi alla minore imposta dichiarando tutti i flussi di cassa, la crescita di valore sarebbe più o meno proporzionale rispetto al risparmio fiscale? La risposta non è scontata e ritengo possa riservare forti sorprese: si scoprirebbe che la convenienza a non fare sommerso è tanto più grande quanto più è maggiore il ROI generato: ossia più l'azienda guadagna più posso utilizzare scelte fiscali per generare valore, generando aumenti di dividendi.

Rimane soprattutto un problema di mentalità e a questo proposito va sottolineato come il salto culturale dovrebbe essere aiutato anche dallo Stato incentivando comportamenti virtuosi.

8. Accesso al credito: le garanzie servono ancora? Esiste un rischio credit crunch per le aziende?

Con Basilea 2 è profondamente cambiato il ruolo delle garanzie: oggi non servono più se non sono reali e rilasciate dall'azienda. Le garanzie terze dei soci

non condizionano il volume dell'accesso al credito ma solo il suo pricing. La garanzia serve a ridurre il prezzo del prestito, ma se il problema sono i volumi del prestito devo muovermi diversamente.

Esiste chiaramente un rischio di credit crunch: se manca liquidità e le imprese non hanno risorse per investimenti, la crisi si ripiega su se stessa. Ma intuire che questo rischio esista non significa chiedere alle banche di finanziare tutti a prescindere.

Chunque oggi sia traballante ha questo problema davanti: tenere la struttura liquida.

Se ci sono troppi immobili, vanno tolti dall'azienda: devo snellire, crearmi una possibilità di apnea finanziaria e mantenere capacità di generare flussi di cassa che, per quanto in calo per effetto della contrazione del mercato, mi consentano di reggere. Se riesco a dimostrare questa solidità agli istituti di credito, sarà facile accedere a nuovi finanziamenti.

Un'indagine pubblicata a Marzo dal Cuaa, che ha coinvolto i responsabili finanziari di oltre 250 aziende di Veneto e Friuli, riporta che il 19% delle aziende ha avuto problemi di riduzione o mancata concessione di fidi. E' sicuramente un problema, ma non è un credit crunch generalizzato. Se andiamo ad approfondire il dato, di questo 19%, il 72% erano aziende che un anno prima della crisi era già in difficoltà.

9. Accesso al credito: per farmi finanziare dei progetti devo modificare le informazioni e gli aspetti da presentare alle banche?

Devo presentare meglio le informazioni alle banche: le tre pagine utilizzate una volta non si devono convertire in 250 pagine. Oggi un dossier con poche pagine di Business Plan, una breve spiegazione degli assunti delle proiezioni reali, il Rendiconto Finanziario, è sufficiente per una banca.

E' importante che in ogni Business Plan vengano ben focalizzati:

- la credibilità degli assunti di base (andamento dell'inflazione, dei costi del personale, del trasporto, energia, etc, nel periodo considerato)
- la dimostrazione della creazione dei flussi di cassa

10/11. Crisi: da dove nasce? Esistono i titoli tossici? Quali gli scenari futuri possibili?

Lasciando da parte il problema del PIL, notiamo che l'Italia sta crollando meno di altri paesi e tutta l'area Euro sta crollando meno dell'area anglosassone. Il motivo principale è legato alle diverse politiche di tassi di interesse tra BCE, FED e banca centrale inglese. Il calo del 5% del PIL riportato in questi giorni ha più che altro valore statistico, ma ha poco valore reale dato che non considera, ad esempio, l'impatto del sommerso.

La crisi, secondo il modello econometri-

co studiato dalla Commissione Nazionale dei Dottori Commercialisti, prevede l'inversione di tendenza tra ultimo trimestre 2009 ed il secondo trimestre 2010. Il mercato finanziario anticiperà tale rimbalzo, per cui probabilmente prima di fine anno (Ottobre) prevediamo dei segnali inflattivi che faranno rialzare anche i tassi di interesse.

La crisi è quindi una radice quadrata rovesciata, tutti gli analisti dicono che è stata drastica la discesa verso il basso, tutti prevedono il rimbalzo - con diversa angolatura a seconda dell'area geografica - nel 2010. Il problema vero è che nessun modello oggi dice cosa succederà dal 2010 in poi, con confidenza statistica nella proiezione.

Ma da dove è partita la crisi? Da una immissione di liquidità troppo forte non corretta dalla FED americana, ai tempi di Greenspan.

Tutto ha avuto inizio nel 2001, con l'attentato alle torri gemelle, il successivo crollo repentino dell'economia, la reazione della FED con una forte iniezione di liquidità, in parte emulata anche dalla BCE. L'intervento delle banche centrali era certamente giusto.

Nel periodo 2003/2004 la BCE ha rialzato i tassi mentre la FED americana li ha mantenuti bassi, generando così un non parallelismo tra i tassi: di conseguenza con l'Euro rafforzato e la diminuzione delle esportazioni in Europa, la svalutazione del USD ha allungato il ciclo di crescita americano. Molti, nel periodo 2003/04, criticavano apertamente la BCE per una politica di tassi elevati, ma oggi la minor liquidità di sistema legata alle scelte della banca centrale europea rende la nostra

economia meno colpita dalla crisi.

La liquidità di sistema si immette con tre modalità:

- basso tasso interesse
- iniezione di liquidità nel sistema interbancario, fatto dalla banca centrale
- allargamento dell'effetto leva sulle banche (l'indice *Totale attivo delle banche/ Patrimonio Netto di vigilanza* negli istituti di credito europei oggi oscilla tra 12 e 15, negli USA tra 30 e 32)

Con tassi bassi è facile accedere a finanziamenti e i fondi di investimento sono disposti ad acquistare titoli a rischio elevato per alzare i rendimenti dei fondi patrimoniali.

L'immissione di liquidità innesca pertanto anche un meccanismo di bolla speculativa.

Ma la causa della crisi non è la finanza, ma la politica monetaria, corretta per uscire dalla crisi del 2001, ma non corretta in tempo da Greenspan: la FED, a differenza di BCE che controlla l'inflazione, fa politiche anche di sviluppo economico, di conseguenza subendo forti ingerenze della politica.

Molti fanno risalire il tutto alla bolla immobiliare negli USA. In Europa, in presenza di tassi più elevati, la domanda di immobili è stata frenata, mentre negli Stati Uniti ha continuato a crescere. Di conseguenza si gonfia il valore dell'immobile, che rappresenta la garanzia del debito stesso. Quando crolla il mercato immobiliare, crolla il valore del bene,

crolla la garanzia, si svaluta il subprime, crolla il titolo, il fondo che lo detiene, la banca che gestisce il fondo, il mercato diventa poco liquido perché mancano compratori dei titoli. Scendono le quotazioni ed il mercato non è ricco di titoli tossici, ma di titoli "illiquidi", che non hanno domanda.

L'effetto generale della crisi sul sistema finanziario e sulle imprese è stato il panico, in molti hanno agito come il bambino che ha paura del fulmine. Ma se conosco il fenomeno non mi spavento: spesso non andiamo alla ricerca dei meccanismi tecnici che hanno determinato la crisi.

Un altro esempio è relativo al credito al consumo. Non possiamo dire contestualmente che bisogna allargare l'accesso dei privati al credito al consumo e che la nostra struttura è troppo sbilanciata sui consumi: le due affermazioni sono, tecnicamente parlando, contraddittorie. Per le famiglie di fascia di reddito bassa non si deve favorire l'accesso al credito al consumo, bensì considerare ammortizzatori sociali. Il rischio è fare l'errore tecnico fatto negli Stati Uniti. Paradossalmente infatti non c'è nulla di più etico dei mutui subprime, che di fatto nascono come strumento per cartolarizzare mutui sorti a seguito di precise scelte del governo americano, fatte con obiettivi di inclusione sociale dei cittadini precari e a basso reddito. Banche private quali Mordgage o a partecipazione statale (Freddie Mac e Fannie Mae) hanno avviato politiche di credito facile per soggetti precari che non avevano garanzie di flussi di cassa e reddito di lungo periodo. La casa è elemento di inclusione/esclusione sociale.

L'errore è stato l'aver provato a correggere un problema di inclusione/esclusione sociale (legato alla disponibilità di una casa per la famiglia) utilizzando uno strumento sbagliato: il credito facile. Se uso la leva del credito con chi non è in grado di ripagarlo, faccio una scelta di natura politica, cedo oggi un beneficio che verrà ripagato dalle generazioni future.

Domanda: (Paolo Zago)

Perché le banche italiane ed europee sono state così penalizzate?

Risposta: *perché l'80 % dei gestori di fondi d'investimento adottano le stesse procedure di risk management, stessi stop losses/ stop profit. Se l'80% lavora sugli indici, ed i bancari crollano, tutti i bancari acquistano, la volatilità è come il terremoto, che si propaga rapidamente. Il problema vero sono gli algoritmi che devono essere rivisti completamente nei meccanismi di gestione del risk management di chi opera in finanza*

Commiato

In conclusione vorrei ritornare ad un paragone già citato in precedenza: Eugenio Finardi in una canzone ha spiegato come, tra Paperino, Topolino, Eta Beta e tanti altri, lui preferisca essere Willy il Coyote, perché cade ma non si arrende mai.

E' un personaggio che, pur di fronte a continue avversità e sconfitte, ha sempre la forza per ripartire.

Ci auguriamo che questo esempio possa essere di buon auspicio per il futuro, perché saremo presto pronti a ricominciare a correre e ad inseguire Bip Bip!

4

executivebook
novembre**2009**



www.executivelabs.org