

12 Rivista di
Economia, Cultura
e Ricerca Sociale
nuova serie
2004 settembre-dicembre

argomenti

all'interno

- ◆ L'alternativa europea al sogno americano
- ◆ Valutazione ex-ante delle politiche europee di ICTS: il trade-off tra efficienza e coesione
- ◆ Il ruolo della finanza nelle PMI orientate allo sviluppo
- ◆ La "lettura" di un sistema locale attraverso l'analisi di un triennio di bilanci ufficiali
- ◆ *Competence value* e merito finanziario delle imprese

FrancoAngeli

Competence value e merito finanziario delle imprese

di Guido Mantovani*

Abstract

The determinants of the value of entrepreneurial competences in incomplete financial markets are examined. We find that time is the economic link between marginal productivity of capital asset and human competence. This being the case, we show the basics of a potential methodology for measuring the "competence value" and compare it against standard goodwill estimation methods. We suggest that only contingent-claim finance solution may be a useful support for enterprises aiming to transform competence value in goodwill. Finally, we show the result of an empirical analysis conducted to estimate the competence value and the goodwill for a sample of over than 13,000 Italian Companies. The empirical evidence shows that the Intato-T-Ratio (an original formula for competence value estimation based on property formulas of the Teofilo Intato Foundation in Lentiai (BL), Italy) may be a good proxy of competence value estimation in financial activities and show possible upgrading of the indicator.

1. Premessa

Il progressivo avvicinamento alla piena entrata a regime degli accordi c.d. "Basilea II" per la gestione degli intermediari finanziari sta già modificando

* Università Cà Foscari di Venezia.

radicalmente le procedure d'affidamento delle imprese, specie per quanto riguarda l'analisi finanziaria svolta su di esse per determinare il rischio creditizio.

La necessità di trovare un giusto equilibrio fra analisi finanziarie svolte su "valori contabili" e quelle svolte su "valori di mercato" rimane il problema più difficile da affrontare: di entrambe si riconosce l'apporto conoscitivo che offrono, ma riuscire a conciliarne i risultati al fine di proporre soluzioni finanziarie adeguate è quanto mai arduo. Le cause di questa situazione sono note:

- le indagini che si fondano sui valori contabili sono principalmente orientate al passato ma godono di elevata oggettività conseguente all'applicazione di principi ampiamente condivisi;
- quelle invece basate su valori di mercato si orientano tipicamente al futuro, consentendo una migliore interpretazione delle possibili evoluzioni dell'impresa ma esponendo, contemporaneamente, l'analista ad un più elevato rischio di errore.

Occorre riconoscere che né il mondo professionale né quello accademico sono giunti ad una soluzione univoca del problema e che, anzi, con frequenza crescente tendono ad addossare all'altra parte la responsabilità della mancata soluzione. La prassi applicativa, quindi dimostra una sorta di schizofrenia: riconosce l'importanza del seguire un criterio fondato su valori di mercato, ma attribuisce ai criteri fondati sui valori contabili un peso relativo maggiore.

Nel caso italiano, poi, il problema sembra complicarsi ancor di più a motivo della struttura tipica delle nostre imprese: dimensioni ridotte, forte controllo proprietario, sottocapitalizzazione e scarsa trasparenza dei bilanci sono elementi che rendono ancor più complessa l'indagine da svolgere. Le soluzioni sono diverse e mirano solitamente a risolvere il problema dell'asimmetria informativa che si forma in conseguenza dei tratti caratteristici delle nostre imprese. Ci sembra un obiettivo legittimo e corretto; tuttavia, si ritiene che queste soluzioni non affrontino uno fra gli aspetti tipici dell'imprenditorialità italiana che potrebbe risolvere parte delle asimmetrie già citate: le competenze imprenditoriali.

Immaginare che le competenze d'impresa possano contribuire alla solidità economica dell'azienda attraverso l'emersione di un *competence value* è un tema tanto affascinante quanto pericoloso, perché richiede l'adozione di criteri valutativi caratterizzati da potenziali di errore significativi. Una via per identificare possibili soluzioni può essere identificata muovendo dai primi risultati di una ricerca dell'Università Ca' Foscari finalizzata a verificare l'applicazione di un possibile strumento di misurazione del *competence value*, apparte-

nente al patrimonio costituente la "Fondazione Teofilo Intato"¹, e sui possibili affinamenti del metodo che potranno essere studiati in futuro.

2. Valori, prezzi e forme di produttività congiunta del capitale

Può sembrare in apparenza una semplice questione semantica: valore e prezzo del capitale non sono sinonimi. In realtà si tratta di una questione più complessa che induce – ormai con frequenze eccessive – ad errori tanto grossolani quanto gravi.

Il prezzo è il valore che il mercato (finanziario) attribuisce al capitale. Esso è, per sua natura, oggettivo: esprime il metro monetario corrente che il mercato fissa quale equivalente dei futuri benefici economici ottenibili dal possesso e relativo sfruttamento del capitale. Il valore attuale è la metodologia di calcolo che ci permette di comprendere la meccanica con cui il mercato (finanziario) definisce la summenzionata equivalenza. Il tempo ed il rischio sono i fattori che concorrono alla fissazione di un saggio annuo di equivalenza (costo opportunità del capitale), il cui concreto utilizzo è funzionale alla durata dell'orizzonte temporale che contraddistingue uno specifico flusso di ricchezza (fattore di attualizzazione). Ai fini di quanto si dirà in seguito, si osservi subito come la funzionalità del tempo nel calcolo del valore attuale sia ben definita, rendendolo una fonte di aleatorietà molto ridotta, tanto nella determinazione del costo del capitale² quanto nel calcolo del fattore di attualizzazione. La finanza classica, poi, risolve i potenziali di aleatorietà indotti dal tempo sia con l'adozione di modelli "a-temporali" sia con l'adozione di modelli "continuous-time" che consentono di predeterminare il nesso rischio-tempo³; ciò consente la statuizione di un unico portafoglio di mercato⁴ a cui tutti gli operatori fanno riferimento, indipendentemente dalla propria funzione di utilità. In questo contesto, quindi, il mercato (finanziario) è un perfetto trasformatore di scadenze e di rischi attraverso la formulazione di loro equivalenti certi: i prezzi del capitale. Migliore è la funzionalità (efficienza) del mercato, maggiore è la quantità di informazioni incorporate nei prezzi che divengono così più affidabili.

¹ Voglio ringraziare il Comitato Promotore della Fondazione Teofilo Intato di Lentiai (BL) per l'autorizzazione – ancorché parziale – all'utilizzazione dei risultati della ricerca in questo scritto.

² Cfr. Copeland, Koller, Murrin (1995).

³ R. C. Merton (1990).

⁴ J. Tobin, February (1958).

Perché esprimere un valore diverso dal prezzo di mercato? Sostanzialmente per due motivi: per correggere le inefficienze del mercato, oppure le aspettative soggettive sul *set* "benefici economici-tempo-rischi" divergono da quelle del mercato. L'attenzione degli studiosi si è sempre concentrata con maggiore frequenza sul primo aspetto, tralasciando il secondo, forse anche per difficoltà oggettive di calcolo che con esso si formano. In realtà, però, la diversa percezione del *set* (benefici-tempo-rischio) spinge a formulare una specifica equivalenza (trasformazione) temporale dei flussi di ricchezza, fondata su aspettative e tollerabilità dei rischi soggettive e fra loro collegate: il valore del capitale. Tanto maggiore sarà la differenza fra valore e prezzo del capitale, tanto più probabile è l'attivazione di negoziazioni, garantendo quindi la sopravvivenza del mercato⁵. Dunque, diversamente da quanto normalmente si ritiene, il rapporto fra valore e prezzo non segnala solo il grado di inefficienza del mercato, ma anche la distanza fra *set* di aspettative soggettive di chi esprime il valore ed oggettivamente espresse dal mercato. Questa situazione sarà tanto più frequente quanto maggiore è la possibilità che i potenziali di aleatorietà non si risolvano con l'identificazione dell'unico portafoglio di mercato.

Per comprendere meglio la questione, si consideri la diversa valutazione di un progetto di investimento con un unico flusso di cassa futuro:

- un singolo soggetto ritiene che tale flusso sarà pari a 100 e si realizzerà fra due anni; egli determina poi un tasso privo di rischio pari al 3% a cui somma un premio al rischio del 2% determinato sulla base della propria percezione della deviazione standard dei flussi attesi dal progetto (10, ovvero il 10% dei flussi attesi) e della propria avversione al rischio assoluta (0,20% ogni punto di deviazione standard dei flussi) e relativa al tempo (0,50% per ogni anno). Il valore (soggettivo) sarà quindi pari a $100/1,06^2 = 88,9996$;
- il mercato finanziario formula invece aspettative di flusso pari a 150 realizzabili solo dopo cinque anni; determina quindi un tasso privo di rischio pari al 4% a cui somma un premio al rischio del 7% determinato da una deviazione standard dei flussi attesi dal progetto (21, ovvero il 14% del flusso atteso) e sulla base di un *pricing model* che differenzia rischi sistematici e diversificabili così da esprimere un premio al rischio complessivo pari al 9% composto per 7% per la quota assoluta (ovvero 0,50% ogni punto percentuale dei 14 che esprimono la deviazione dei flussi) e per 2% per la quota relativa al tempo (0,40% per ciascuno dei cinque anni). Il prezzo (di mercato) sarà quindi pari a $150/1,13^5 = 81,41399$.

⁵ Rubinstein (1975); Latham (1985).

Se immaginiamo che i costi di transazione siano trascurabili perché il mercato è efficiente, il rapporto fra valore e prezzo è pari a 1.093174 ($= 88,9996/81,41399$); essendo superiore all'unità, esso indica la convenienza (soggettiva) del singolo ad effettuare la negoziazione sul mercato. Non è difficile dimostrare matematicamente che il quoziente fra valore e prezzo è pari al prodotto de:

- ❖ il quoziente fra flussi attesi dal soggetto e dal mercato, pari a 0,66667 ($= 100/150$);
- ❖ il quoziente espressivo del peso relativo del differenziale temporale (tre anni) fra le percezioni del soggetto (due anni) e del mercato (cinque anni), dato il *set* di aspettative del mercato, ovvero 0,783147 ($= 1,13^3/1,13^5$);
- ❖ il quoziente espressivo dei diversi premi al rischio (dunque delle diverse aspettative) incorporate nelle attese del singolo valutatore e del mercato, dato l'orizzonte temporale del valutatore, ovvero 1,136436 ($= 1,06^2/1,13^2$);
- ❖ il fattore di attualizzazione utilizzato dal mercato per determinare il prezzo corrente del flusso, ovvero 1,842435 ($= 1,13^5$).

Dunque, l'efficienza dei mercati finanziari, non è garanzia di convergenza fra valore e prezzi ma solo la premessa per rendere più facili negoziazioni che facilitino tale convergenza. Affinché prezzo e valore coincidano istantaneamente occorrerebbe almeno, oltre all'efficienza dei mercati, anche la perfetta sovrapposizione fra i *set* benefici-tempo-rischio relativi alle aspettative di tutti gli operatori. Tuttavia, anche questa condizione è necessaria ma non sufficiente perché un ulteriore elemento potrebbe contribuire alla divergenza fra valore e prezzo: l'incapacità o impossibilità del mercato finanziario di esprimere un prezzo di taluni beni.

È questo il caso in cui i mercati finanziari sono definiti "incompleti"⁶. I loro meccanismi di funzionamento non sono distorti da frizioni funzionali, come i costi di transazione, che ne riducono il grado di efficienza. Nei mercati finanziari incompleti si assiste invece a situazioni in cui vi è un *set* efficiente di prezzi relativo a diritti su una sola parte del di beni capitali, detta *capitale negoziabile*. Ciò produce anche effetti sul valore (non sul prezzo) del *capitale non negoziabile*, perché modifica la convenienza economica di impiego del capitale negoziabile rispetto a quello non negoziabile e, per questa via, la sua produttività marginale. Ciò è particolarmente vero nel caso in cui il capitale non negoziabile sia legato da vincoli di produttività congiunta a quello nego-

⁶ Cfr. Allen, Gale (1994); Mantovani (1998).

ziabile. La modifica dei valori comporta poi. La modifica dei valori comporta poi una variazione "ovvia" del quoziente fra valore e prezzo che modifica, ancora, la convenienza economica all'uso dei mix di capitale negoziabile e non, quindi sulla loro produttività e, in ultima istanza, la convenienza ad introdurre negoziazioni sul mercato finanziario del capitale ad ora non negoziabile.

Un esempio tipico è rappresentato da tutti quei beni intangibili che per spiegare la propria produttività hanno bisogno di legarla con quella di un capitale indistinto, più facilmente finanziabile nel mercato. Se la produttività dei beni intangibili è strettamente legata alla proprietà della società (come avviene nel caso del *know-how* di molte piccole e medie imprese), il prezzo di mercato del capitale indistinto non incorporerà alcun surplus. In questo caso, infatti, la cessione del capitale indistinto distrugge i legami di impiego congiunto con il capitale intangibile e quindi la facoltà di suo sfruttamento economico: il valore esiste ma non s'incorpora nel prezzo del capitale negoziato. In questi casi, il quoziente dei flussi attesi è il *driver* che più di altri spiega la differenza fra prezzi di mercato e valori percepiti⁷, perché i primi presuppongono la continuità del legame, mentre i secondi nel presuppongono lo scioglimento. In questi casi, il venditore del capitale avrà spesso la sensazione di aver "svenduto" l'azienda perché il valore che esso percepisce incorpora una produttività non replicabile dal compratore. Nel caso in cui i beni intangibili si fossero invece legati indissolubilmente con la struttura aziendale, la cessione dei diritti contingenti sul capitale comporterebbe anche la cessione del diritto di sfruttamento della produttività futura dei beni intangibili; conseguentemente il rapporto fra valore e prezzo sarebbe più vicino all'unità perché il mercato finanziario tenderebbe a completarsi proprio attraverso la negoziazione di un *bundle* di che integra capitale indistinto con beni intangibili. Anche in questo caso, però, le diverse prospettive di sfruttamento dei beni intangibili fra compratori potenziali in concorrenza fra loro potrebbero rendere diversamente allettante il loro acquisto, comportando l'incorporazione nei prezzi il valore dell'opzione di sfruttamento futuro dei beni intangibili e rendere così i prezzi "fuori mercato" per taluni compratori e "estremamente vantaggiosi" per altri. Il completamento del mercato potrebbe poi associarsi alla sua efficienza consentendo la negoziabilità dei beni intangibili separatamente da quella del capitale indistinto, migliorando l'efficienza allocativa attraverso la cedibilità di solo una parte del capitale con costi di transazione più bassi (perché la transazione non sarebbe più ancorata a quell'afferente il capitale indistinto) ed ampliando ulteriormente la platea di possibili acquirenti.

⁷ Massari, Zanetti (2004).

Le tre situazioni sopra riportate evidenziano anzitutto come il diverso completamento del mercato finanziario incida sulla produttività marginale delle forme di capitale modificando quindi la convenienza economica al suo impiego. In altri termini, in un mercato finanziario incompleto si formano particolari esternalità legate alternativamente: alla possibilità di appropriarsi a prezzo nullo di beni dotati di valore e lucrarne di conseguenza un sovraprofitto; alla distruzione del valore di un bene la cui produttività congiunta al capitale negoziato viene recisa con la cessione – a prezzi di mercato – di quest'ultimo. La capacità di contribuire al completamento del mercato aumenta quindi il beneficio economico complessivo e crea spazio per una specifica remunerazione economica (compenso).

3. Le competenze imprenditoriali ed il loro valore

La competenza imprenditoriale ha una produttività tipicamente congiunta a quella del capitale impiegato nell'azienda. Elemento specifico della competenza imprenditoriale è la sua trasformabilità da caratteristica tipica degli individui a caratteristica tipica delle imprese, innescando un processo di patrimonializzazione. Ciò in quanto alla sua base vi è conoscenza, la cui diffusione avviene principalmente attraverso l'apprendimento, non con l'acquisizione sui mercati⁸. La possibilità di trasmettere conoscenza senza pagarne un prezzo, però, consente di incorporare nel tempo le competenze imprenditoriali nelle strutture aziendali, facendone acquisire la capacità di produrre ricchezza a ritmi superiori alla media grazie alla maggiore produttività indotta dall'incorporazione delle competenze. Nell'impresa a proprietà diffusa, caratterizzata da separazione fra proprietà e controllo, le competenze sono tipicamente presenti nel *management* aziendale e la maggiore ricchezza che da esse si produce viene negoziata fra proprietà e management attraverso il contratto di mandato che regola i rapporti fra loro; tuttavia, l'acquisizione di competenze a costi inferiori alla loro contribuzione economica accresce il valore dei diritti di proprietà sul capitale aziendale perché la loro cessione presuppone continuità del management e del conseguente apporto e coltivazione di competenze. Viceversa, nell'impresa in cui proprietà e controllo sono maggiormente sovrapposte, i problemi di mandato fra portatore di competenze e proprietà tendono a risolversi per sovrapposizione fra mandante ed agente⁹, fatto salvo che la

⁸ Rullani (2004).

⁹ Williamson, Masten (1999).

trasferibilità delle competenze attraverso la cessione dei diritti di proprietà sull'azienda appare più difficile da realizzare. Di conseguenza il valore dell'impresa potrebbe risultare più elevato rispetto al prezzo di cessione perché la maggiore produttività del capitale non può essere replicata dopo la cessione, venendo meno i legami virtuosi fra capitale aziendale e competenze (del cedente).

Similmente a quanto avviene per il c.d. "capitale umano", anche per la "competenza imprenditoriale" siamo innanzi ad una forma particolare di bene intangibile i cui profili economici si riscontrano sia nei circuiti in cui la conoscenza si produce e si trasferisce, sia nel mercato dei capitali. Al crescere della trasferibilità delle competenze imprenditoriali via mercato (cioè al congiuntamente al capitale indistinto) crescerà la possibilità di osservare prezzi di mercato finanziario incorporanti anche il valore delle competenze; per contro, al crescere del grado di completezza dei mercati finanziari si formerà un incentivo ad accumulare e coltivare competenze imprenditoriali grazie alla loro maggiore negoziabilità. Si tratta allora di comprendere il nesso causa-effetto fra i due fenomeni ed a quali condizioni si possano innescare meccanismi virtuosi; occorre cioè comprendere se sia la competenza diffusa alle strutture a completare il mercato finanziario, oppure se possano esistere soluzioni finanziarie capaci di completare i mercati, agevolando l'emersione del valore delle competenze e conseguentemente un loro impiego più efficace nel sistema economico. In altri termini: occorre chiedersi a quali condizioni (reali e finanziarie) il *competence value* possa diventare *market value*.

Risolvere il problema posto richiede anzitutto di comprendere la ragione economica del *competence value*, ovvero capire come esso contribuisca alla produzione di nuova ricchezza. In questo contesto è facile incorrere nell'errore di confondere il *competence value* con il valore di avviamento; ma questa confusione ha alla base lo stesso errore di chi confonde valori e prezzi. L'avviamento è un valore *negoziabile* perché presuppone che chi acquista sia in grado di appropriarsi *in toto* dei benefici che da esso derivano, ovvero è competenza già trasfusa nell'organizzazione che ha acquisito di conseguenza competitività; il *competence value*, invece, è avviamento allo stato potenziale perché esso non è completamente appropriabile se non si completa il ciclo di trasferimento della conoscenza alla struttura aziendale. La negoziabilità del *competence value* dipende dalla consistenza economica o dell'opzione di convertibilità delle competenze in fattore strutturale; al crescere della probabilità (o facilità) di esercizio dell'opzione si accrescerà anche la negoziabilità del *competence value*.

Si noti che tanto il *competence value* quanto l'avviamento concorrono ad una maggiore produzione di flussi di ricchezza anche se questo contributo po-

trebbe essere di più difficile isolamento e diversamente tollerabile nei due casi. Si tratta di aspetti rilevanti, specie se si considera che essi concorrono direttamente a formare le attese relativamente ai flussi di cassa, gli orizzonti temporali, i rischi percepiti, i gradi di avversione al rischio e, quindi, i premi al rischio: elementi che, come visto in precedenza concorrono a formare la differenza fra valore e prezzo.

Se si riflette attentamente sulla funzionalità del tempo nel processo di produzione congiunta fra capitale e competenze è possibile identificare una matrice comune per l'interpretazione delle dinamiche delle quattro variabili sopra indicate. L'avviamento è un bene capitale il cui paradigma economico è basato su la logica input-output, similmente a qualunque altro fattore della produzione. L'input di questo processo è rappresentato dalla competitività dell'impresa mentre l'output si esplica in rendimenti superiori al costo del capitale. Analogamente a quanto accade per ogni altro input, la condizione necessaria per la produzione dell'output è la sua distruzione attraverso un processo di consumo¹⁰; il tempo è la condizione tecnica affinché tale processo di realizzi. Come per qualunque altro bene, però, è possibile ricostruire l'input provvedendo ad investimenti di sostituzione o di manutenzione capaci di intervenire sul processo di ammortamento (cioè sul processo di consumo del capitale). Diversamente dai beni capitali fisici in cui la componente tecnica contribuisce in misura significativa all'ammortamento economico, nel caso dell'avviamento può accadere il contrario. Ciò in quanto la competitività (input del processo) è fenomeno dipendente in misura significativa anche dalla dinamica dell'ambiente economico che circonda l'impresa. Così, processi di ammortamento rigidi dei valori di avviamento non sono coerenti con quanto accade nel mondo reale delle imprese, prova ne sia che i nuovi principi contabili statuiscono che per l'avviamento si provveda alla rettifica del valore in funzione delle risultanze dell'*impairment test*¹¹, ovvero a seguito di verifiche degli impatti congiunti delle decisioni di impresa e delle dinamiche ambientali sul valore stesso dell'avviamento. Tuttavia, sebbene questa visione avvicini i valori contabili a quelli di mercato finanziario, mantiene il principio della consumazione dell'input per la realizzazione dell'output.

Nel caso del *competence value*, invece, il processo richiede come input iniziale una conoscenza che pre-esista alla struttura (ad esempio la capacità di svolgere una particolare attività produttiva). Affinché il processo si completi l'input non deve distruggersi, come normalmente avviene, ma deve accumu-

¹⁰ Cfr. Rullani, *cit.*

¹¹ Guatri, Bini (2003).

larsi: alla conoscenza iniziale deve seguire l'immissione di altra conoscenza. Il tempo non è più mero elemento tecnico ma uno degli input a diversa produttività dato che occorre dare il tempo necessario affinché si sviluppi una fertilità incrociata fra la conoscenza immessa e quella che da essa si produce autonomamente nella struttura. Nella fase in cui la conoscenza viene accumulata vi è impiego di tempo come un fattore della produzione, generando un gran problema percettivo e di agenzia: non si osservano miglioramenti immediati delle *performance* economiche (perché bisogna attendere il completamento dell'accumulo) e si lascia spazio a fenomeni di opportunismo che potrebbero consumare risorse altrimenti impiegabili. Per contro, quanto più il processo di accumulo si sviluppa, tanto più la produttività complessiva del complesso "capitale+competenze" si accresce velocemente aumentando con esso le performance economiche, senza intaccare il capitale cognitivo. Di conseguenza, si osserverà dapprima l'emersione del valore dell'opzione di conversione del *competence value* in avviamento e poi quella dell'avviamento in senso proprio. La progressiva negoziabilità del *competence value* potrebbe poi contribuire più efficacemente al finanziamento del processo di accumulo delle competenze.

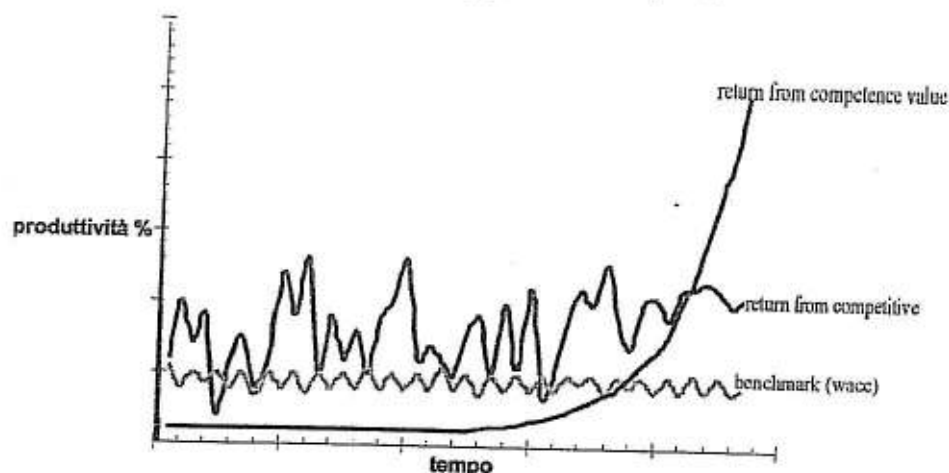
Da quanto detto sopra se ne deduce che:

1. la formazione di avviamento non è necessariamente espressione di un processo di "creazione" di valore; più semplicemente potrebbe nascondere un semplice processo di "emersione" del valore della competenza, già esistente. La possibilità di effettuare misurazioni efficaci del *competence value* (specie allo stadio di opzione di conversione in avviamento) renderebbe più semplice il meccanismo di allocazione del capitale finanziario, accelerando il completamento del mercato finanziario con l'emersione completa del valore;
2. l'identificazione del *competence value* presuppone una forte selettività in capo ai soggetti a cui viene demandata la funzione di allocazione del capitale. Dunque, l'incompletezza del mercato potrebbe essere conseguenza della difficoltà dei processi di selezione degli investimenti e dei rischi che con essi si formano, oppure dell'onerosità di disporre di professionalità adeguate.

Il grafico 1¹² illustra la dinamica possibile della produttività apparente del "capitale competente" rispetto al costo del capitale (capitale indistinto) e di un'iniziativa avviata.

¹² Ringrazio la Dr.ssa Cristina Levis per la fattiva collaborazione nella predisposizione dei grafici e degli esempi contenuti in questo scritto.

Graf. 1 - Dinamica della produttività apparente del capitale



Banalizzando, si potrebbe sostenere che la funzionalità del tempo distingue l'avviamento dal *competence value*: nel caso dell'avviamento, il tempo è uno strumento di misura (serve per calcolare un valore attuale); nel caso del *competence value*, il tempo è un fattore di produzione (serve per completare il ciclo di accumulo). A nostro parere, quanto appena detto non è una banalità ma il modo per identificare proprio nel "tempo" l'anello che congiunge la produttività del capitale indistinto e delle competenze, con ciò rendendo meno difficile la ricerca di strumenti di misurazione del *competence value*. Infatti:

- in una prima fase, l'immissione di conoscenza senza un adeguato ritorno economico evidenzia una ridotta produttività economica del complesso "capitale + competenze", specie se misurata rispetto ad un *benchmark* di mercato. Tuttavia, si tratta di un'illusione conseguente ad una compensazione fra produttività della componente "capitale indistinto" (pari alla norma) e fabbisogni necessari a sostituire l'accumulo delle competenze. Se il tempo fosse semplice strumento di misurazione (si accoglie il paradigma del consumo) ciò che "usa" senza prospettiva di "produrre" non può avere né valore né prezzo. Tuttavia la cessione a questo punto del capitale indistinto sarebbe un errore perché...
- ...in una seconda fase, il progressivo accumularsi di conoscenza inizia ad accrescere i ritorni economici del complesso "capitale + competenze" ad un ritmo che ne lascia presupporre la continuazione. In questa fase vi sono ancora fabbisogni necessari a sostenere l'accumulo di conoscenza; tuttavia, la loro copertura è agevolata dal fatto che

formulare prezzi per il mercato diviene più semplice, anche se ancora fortemente dipendente da ipotesi su tempi, rischi e modi di spiegazione della produttività, suggerendo il ricorso a strumenti di misurazione complessi quali le opzioni reali per misurare il valore dell'opzione di emersione del valore delle competenze¹³;

- nell'ultima fase, il contributo delle competenze alla produzione di ricchezza è molto evidente. La produzione di nuova ricchezza subisce un'impennata consistente, il processo di stratificazione delle conoscenze si completa con una produzione autonoma di esse in capo alla struttura aziendale. Ciò rende più facile la negoziazione del capitale a prezzi elevati anche se i vigorosi processi di creazione di valore che si osservano (nonché i relativi rendimenti che da essi derivano) sono in parte l'emersione di quanto era già in corso nelle prime due fasi.

La tabella 1 illustra – con l'ausilio di numeri esemplificativi – la dinamica dei prezzi di mercato delle competenze nelle tre fasi sopra illustrate, confrontati con il *competence value*.

Tab. 1 - Dinamica dei prezzi di mercato delle competenze

	Fase 1	Fase 2	Fase 3
a Flusso di cassa atteso in stato stazionario	40	120	500
b Flussi legati all'accumulo di competenze	-60	20	400
c Flussi legati all'impiego del capitale indistinto (a-b)	100	100	100
d Costo del capitale (= rendimento capitale indistinto)	10%	10%	10%
e Rendimento apparente delle competenze	-6%	2%	40%
f Rendimento del bundle "capitale+competenze"	4%	12%	50%
g Costo di rimpiazzo del capitale (c/d)	1000	1000	1000
h Avviamento (b/d)	-600	200	4000
i Prezzo di mercato (g+h)	400	1200	5000
l Competence value	4000	4000	4000
m Valore aziendale (g+l)	5000	5000	5000
n Quoziente valore/prezzo (m/i)	12,50	4,17	1,00
o Quoziente prezzo/costo di rimpiazzo (i/g)	0,40	1,20	5,00
p Quoziente valore/costo di rimpiazzo (m/g)	5,00	5,00	5,00

¹³ Questa osservazione non è mia ma tratta da I. Fogliata, "Piccole imprese o apprendiste grandi imprese?", in atti del convegno *Finanziare e valorizzare l'intraprenditorialità* organizzato a Brescia il 28 ottobre 2004 dalla Fondazione Teofilo Intato e Panorama-Economy, Gruppo Mondadori, disponibili al sito www.tefilo-intato.it.

La
cien
ment
peten
appro
prime
vicev
rispet
co app
ro inc
cesso

Ciò
di mar
Infatti
menti
server
bandor
temen
Config
to, si p
to la p
mento.

Alla
nanzia
delle c
pa una
tà fra r
la scrit
stiment
stiment
rendim
pitale s
finanzi

Nel
petenze
prodotti
rende p
a soste

4. *Competence value* e fabbisogni di capitale finanziario

La particolare funzionalità del tempo sarebbe già di per sé stessa sufficiente per richiedere specifici livelli di avversione al rischio nel finanziamento del capitale indistinto che entra in produttività congiunta con le competenze. Lo svilupparsi delle tre fasi comporta però anche un problema di appropriabilità dei risultati economici delle competenze. Posto che nelle prime fasi le competenze sono più legate all'individuo che alla struttura, e viceversa nelle ultime fasi, un riparto dei risultati economici funzionale alle rispettive produttività marginali, secondo le regole dell'equilibrio economico appare difficile. Inoltre ripartizioni percepite come "non eque" potrebbero incidere sulla produttività stessa delle competenze e quindi sul loro processo di accumulo.

Ciò lascia spazio a negoziazioni che potrebbero innescare facili conflitti di mandato fra portatori di competenza e finanziatori di capitale indistinto. Infatti: nel caso in cui i primi dovessero abbandonare il mandato (si rammenti che ciò non comporta la distruzione delle competenze) i secondi osserveranno una distruzione di valore; nel caso in cui i secondi dovessero abbandonare il mandato, i primi vedranno la liquidabilità scendere consistentemente in conseguenza dell'ampliamento del divario fra valore e prezzo. Configurando il mandato attraverso le clausole del contratto di finanziamento, si procede al riparto di rischi e responsabilità di gestione e con questi tanto la produttività delle competenze quanto il costo del capitale di finanziamento.

Alla specificità della funzione del tempo si aggiunga poi che il ciclo finanziario di un investimento tradizionale è ben diverso da quello tipico delle competenze. In un investimento tipico vi è un fabbisogno che anticipa una ricchezza futura ed incerta nella sua dimensione; la sovrapponibilità fra ricchezza producibile e anticipazione di capitale rende più semplice la scrittura di contratti di finanziamento. Inoltre la sostituibilità fra investimenti rende più semplice il confronto *ex-ante* fra rendimenti dell'investimento e rendimenti *benchmark*, espressi nel costo del capitale. Se il rendimento atteso dal progetto di investimento è superiore al costo del capitale si crea valore ed affluiscono risorse per la copertura dei fabbisogni finanziari.

Nel caso delle competenze, invece, il finanziamento non sostiene le competenze in quanto tali, bensì il capitale indistinto che congiunge la propria produttività con quella delle competenze. L'immaterialità delle competenze rende poi particolarmente difficile tracciare il confine fra investimento e costi a sostegno del processo di coltivazione della competenza, facendo apparire

talvolta i fabbisogni di capitale come coperture di costi¹⁴. A ciò seguono i problemi legati alla funzionalità del tempo, alla necessità di disporre di capacità non comuni nella selezione delle iniziative per evitare fenomeni di opportunismo ed alla tollerabilità del livello di rischio che da esso ne deriva.

La teoria finanziaria classica ci consegna un modello di struttura finanziaria che suggerisce di spingere l'indebitamento fino a livelli in cui il contributo marginale positivo dello scudo fiscale indotto dal debito è pari a quello, negativo, indotto dai costi di agenzia e del fallimento¹⁵. In questo contesto teorico, però, i dati di riferimento sono i valori economici degli attivi di bilancio, posti uguali ai valori di mercato per l'ipotesi – non sempre esplicitata – di completezza dei mercati. Se i mercati finanziari sono incompleti, valori e prezzi divergono, rendendo difficile, nei fatti, l'applicazione dell'approccio classico¹⁶. Inoltre, la presenza di significativi costi di agenzia conseguenti ai conflitti latenti per l'appropriazione dei benefici economici derivanti dall'impiego delle competenze, ne rende ancora più difficile l'applicazione.

In questi casi occorre abbandonare i modelli classici della finanza per accogliere modelli di finanza contingente, facenti riferimento al più generale modello dello stato preferito¹⁷. Su queste basi teoriche la distinzione fra capitale di debito e capitale di rischio viene superata perché fondata sostanzialmente sulla quantità di rischio (indistinto) accollato al finanziatore. Nella finanza contingente, invece, s'immaginano contratti di finanziamento finalizzati all'acquisizione di un rischio opportunamente plasmato in termini di qualità oltre che di quantità anche dalla negoziazione fra finanziato e finanziatori attraverso la scelta di: durata, clausole accessorie, tipologie di rendimento ancorate a specifiche variabili aziendali, formule di garanzia non patrimoniali, ecc. Giuridicamente si tratta di capitale di debito, ma economicamente non lo è: si tratta anzitutto di *capitale strutturato* perché il suo valore aggiunto dipende non tanto dal prezzo ma dalla capacità di adattarsi alle condizioni di produttività aziendali rendendo possibili operazioni virtuose altrimenti non realizzabili. È poi un *capitale intermedio* non tanto perché erogato da un intermediario ma perché richiede l'intelligenza di un intermediario (non necessariamente una banca) nell'interpretazione delle necessità dei cicli produttivi aziendali

¹⁴ Un esempio molto chiaro di questo processo è rappresentato dall'evoluzione della dinamica economica degli investimenti nella c.d. telefonia mobile e sulle modalità che hanno portato a ritmi di sviluppo e prezzi di acquisto delle licenze differenziati fra prima, seconda e terza generazione di telefonia.

¹⁵ Robichek, Myers (1965).

¹⁶ Cfr. Mantovani (2003).

¹⁷ Arrow (1959).

finalizzata al *design* o composizione dello strumento che meglio si presta alla copertura dei fabbisogni. È, infine, *capitale paziente* perché dotato di un orizzonte temporale di investimento e di un grado di avversione al rischio compatibile con un rischio non sempre replicabile sul mercato e come tale non appartenente né alla classe del rischio sistematico (perché altrimenti sarebbe replicabile) né a quella del rischio diversificabile (perché per la sua eliminazione è necessario sottrarsi alla sottoscrizione dei contratti anziché assemblare portafogli diversificati).

Chiameremo questo *capitale contingente*¹⁸. Si tratta di un capitale che nasce con un'operazione di finanziamento contingente¹⁹, la cui remunerazione si fonda anche sulla co-partecipazione ai risultati di una specifica intrapresa. Il valore del capitale contingente dipende dal contributo che il finanziamento contingente apporta nella formazione di valori degli attivi, ovvero al contributo che esso apporta alla produttività dei singoli fattori della produzione che per il suo tramite vengono finanziati.

Nel caso delle competenze l'operazione di finanziamento contingente dovrebbe consentire la copertura dei fabbisogni finanziari necessari a sostenere il ciclo di coltivazione delle competenze e di loro trasformazione in competitività. Tale finanziamento contingente dovrà trovare anzitutto copertura immediata nel *competence value* e, alla scadenza dell'operazione, nel *goodwill*. È chiaro, tuttavia, che per la risoluzione dei problemi di agenzia che il *competence value* comporta è più probabile che l'operazione di finanziamento contingente tenderà ad assumere molte delle caratteristiche del capitale di debito ma anche talune del capitale di rischio. Infatti grazie alla similitudine con il capitale di debito sarà possibile consentire all'apportatore di competenze la possibilità di acquisire gran parte degli eventuali sovra-redotti fino al momento in cui le competenze, divenute avviamento, siano negoziabili; si eviterà così che l'apportatore di competenze abbandoni l'intrapresa distruggendo la congiunzione di produzione e con essa la solvibilità dell'azienda. Per la parte di similitudine con il capitale di rischio, invece, dobbiamo immaginare che al finanziatore venga concesso sia una congrua remunerazione all'atto della liquidazione sul mercato del valore delle competenze divenute prezzo di avviamento (soddisfacendo così le aspettative di rendimento), sia distribuzioni asimmetriche (a favore del finanziatore) dei rischi economici nelle prime fasi

¹⁸ Cfr. Mantovani (1998), *cit.*

¹⁹ La forma più diffusa di finanziamento contingente è data dalla finanza di progetto, cfr. Nevitt (1988).

di coltivazione delle competenze attraverso clausole a carico del finanziato quali opzioni di rivendita del capitale ovvero *covenant*²⁰.

Disponendo nel sistema economico di capitale contingente s'incentiva la coltivazione delle competenze e si completano i mercati finanziari, gettando le basi per accrescere la competitività a lungo termine del sistema. Tuttavia, la determinazione del merito finanziario dell'operazione presuppone strumenti di stima e misurazione del valore delle competenze che, attualmente, né i valori contabili né quelli di mercato sanno cogliere, ma solo l'analisi dei rendimenti potrebbe aiutare ad identificare. Lo svolgimento di intermediazione di questo capitale richiede quindi l'abbandono dei metodi standard di attribuzione di *rating* previsti dagli accordi di "Basilea II" per adottare metodi più specifici (previsti dallo stesso accordo) e capaci di misurare il *competence value* per trattarlo adeguatamente nelle pratiche di fido.

5. La misurazione del *competence value*

Si è detto che la difficoltà di misurazione del *competence value* risiede:

- nella diversa funzionalità economica del tempo;
- nella difficoltà di isolare nei flussi correnti i fabbisogni legati alla coltivazione delle competenze;
- nell'impatto che la specificità dei rischi e dell'avversione al rischio degli investitori può avere sul valore delle competenze.

La misurazione del *competence value* richiede quindi una messa a sistema efficace di questi tre aspetti; si tratta di una sintesi non semplice che solleva diversi problemi sotto il profilo metodologico. Nel seguito di questo scritto illustriamo alcuni dei fondamenti che sono alla base del calcolo di un possibile indicatore di stima del *competence value* in corso di sviluppo e denominato "Intato-T-Ratio"²¹, nonché i risultati che sono emersi da una prima applicazione dell'indicatore su un campione di circa 13.000 società.

Per illustrare i principi di funzionamento del metodo con considereremo un esempio con imprese in uno stato stazionario e *unlevered* operanti in un mon-

²⁰ Unicredit Banca, Mediocredito (2004).

²¹ Le formule complete del calcolo dell'"Intato-T-Ratio" sono parte costituente del patrimonio costitutivo della "Fondazione Teofilo Intato" e come tali proprietà integrale del suo Comitato Promotore. Questi ha acconsentito alla pubblicazione dei risultati delle ricerche sulla applicabilità delle formule ma autorizzerà la divulgazione delle stesse solo dopo il completamento della costituzione della Fondazione.

dc
zi
pe
ip
no
co
co.

me
rat
sa
spr
al
sch
bet
del
sta
per
dell
ipo

che
den
re u
pari
chn.
foss
flus
che
sa b
a 50

²² Le
time
comp
vità c
²³ Ca
Prici
²⁴ Fa
²⁵ Gh

do con assenza di inflazione e di discontinuità tecnologiche²². In questa situazione la loro valutazione è effettuata attraverso il calcolo di valori di una rendita perpetua dei flussi di reddito operativi netti di imposte (NOPAT) che, date le ipotesi di assunte, coincidono con i flussi di cassa operativi netti (FCFO). Inoltre la rischiosità indotta dal capitale indistinto non si modifica nel tempo, così che le variazioni di rischio sono conseguenza esclusiva della produttività congiunta fra capitale indistinto e competenze.

Una prima impresa funge da *benchmark* perché non dispone né di avviamento né di *competence value*. Essa produce un FCFO atteso pari a 100, caratterizzato da una deviazione standard di 40, ovvero il 40% del flusso di cassa atteso. La nostra ipotetica impresa iscrive a bilancio gli investimenti espressi a costo di rimpiazzo, pari a 1'000; di conseguenza, il ROI atteso è pari al 10% con una deviazione standard del 4%. Il tasso di interesse privo di rischio è pari al 6% ed il premio al rischio di mercato è il 4%; l'impresa ha un beta unitario, così che – secondo il Capital Asset Pricing Model – il suo costo del capitale è pari al 10%²³. Immaginando mercati finanziari efficienti²⁴, questa impresa presenta un valore di mercato del capitale pari al valore contabile perché produce un rendimento identico al costo del capitale; il Tobin-Q-Ratio dell'impresa risulterebbe pari all'unità (e pari al *price-to-book value*, date le ipotesi assunte).

Consideriamo ora una prima possibile configurazione di impresa avviata²⁵, che chiameremo "Avviata-1". Il costo di rimpiazzo del capitale per essa è identico a quello dell'impresa *benchmark* (ovvero 1.000), fatto salvo presentare una redditività operativa (ROI) superiore a quella dell'impresa *benchmark*, pari al 13%, a cui associa una deviazione standard identica a quella *benchmark*, ovvero 4%. Quest'impresa può essere facilmente valutata come se fosse un particolare portafoglio costituito da un'impresa *benchmark* e da un flusso di cassa *steady state* e privo di rischio pari a 30 (il profitto in eccesso che quest'impresa produce, a parità di capitale investito). Il valore dell'impresa *benchmark* è pari a 1.000 mentre il valore della componente *free-risk* è pari a 500 (valore attuale di 30 sulla base del tasso privo di rischio). Il valore di

²² Le prime due ipotesi servono per non complicare eccessivamente il conteggio, mentre le ultime due ipotesi sono strumentali ad evitare la confusione fra effetti indiretti sul valore delle competenze indotti dal differente potere di acquisto della moneta e da variazioni della produttività del capitale indistinto dovuto a cambiamenti della tecnologia.

²³ Calcolato secondo la formula $E(R) = R_f + \beta[E(R_m) - R_f]$, secondo il modello Capital Asset Pricing Model.

²⁴ Fama (1965).

²⁵ Ghiringhelli (1996).

mercato di Avviata-1 è quindi pari a 1.500 ed il Tobin-Q-Ratio è pari a 1,50. Ma Avviata-1 è un'impresa che, così come descritta, non può esistere nella realtà perché non compatibile con la teoria della finanza in quanto le ipotesi che sottendono tale azienda sono incoerenti. Sotto un profilo di teoria classica della finanza, l'incoerenza sta proprio nella presenza di sovraredditi permanenti e non rischiosi; ciò contrasta con l'ipotesi di mercati reali con ampia concorrenzialità prevista dalla finanza classica, tant'è che la presenza forzata di una siffatta situazione comporterebbe immediati arbitraggi volti a separare la negoziazione dell'avviamento da quella della componente *benchmark* dell'impresa al fine di rendere più efficace la diversificazione dei portafogli, pena l'inefficienza di mercato (con i conseguenti profitti di arbitraggio). Alternativamente, dovremmo sostenere che tali profitti siano legati a capacità specifiche dell'impresa, quindi alla classe del rischio diversificabile. Se così fosse, il profitto in eccesso indotto dall'avviamento dovrebbe giustamente avere un beta nullo (e determinato sulla base del tasso privo di rischio) fatto salvo che tale conclusione è parziale: se un beta è nullo perché il rischio dell'investimento è totalmente diversificabile allora i rendimenti da esso attesi non sono paragonabili all'investimento *free-risk* perché la loro presenza serve per compensare scostamenti negativi registrabili nei rendimenti delle altre componenti di portafoglio, non per costruire la *capital market line* attraverso il teorema della separazione di Tobin! In altri termini: a beta zero per presenza di rischio totalmente diversificabile si associano flussi di ricchezza non appropriabili, quindi il valore di avviamento di Avviata-1 non esiste.

Alternativamente potremmo sostenere che i sovraredditi di Avviata-1 derivino da benefici non altrimenti replicabili; in questo caso la negoziazione di un valore avviamento, contrasterebbe anche con i modelli *contingent claim* della finanza perché richiederebbe mercati completi, altrimenti tale valore non sarebbe negoziabile. Chi conosce la teoria dello stato preferito sa bene che in mercati completi è possibile costruire sinteticamente un titolo privo di rischio attraverso una miscela opportuna di titoli rischiosi, sfruttandone la composizione in termini di titoli puri in essi contenuti. In un mercato completo la costruzione del titolo privo di rischio per questa via sarebbe più efficiente anziché la sua detenzione mediata dalla rischiosità del capitale indistinto, così che anche in questo caso, per l'avviamento di Avviata-1 non vi sarebbe domanda, quindi negoziazione, quindi prezzo.

Tuttavia, Avviata-1 è un ottimo punto di partenza per lo studio delle determinanti del *competence value*, quando si cerca di rimuovere le sue incoerenze in un contesto di finanza contingente. Se rimuoviamo l'ipotesi di mercati completi e quella che il beneficio in termini di sovrareddito sia sganciato dalle capacità di condurre l'azienda, allora Avviata-1 presenta un valore eco-

nomico pari a 1.500 mentre quello di mercato rimane pari a 1.000. In questo contesto 1,50 sarebbe pari ad un quoziente simile al Tobin-Q-Ratio fatto salvo che il suo calcolo verrebbe effettuato inserendo, al numeratore, il valore economico al posto del prezzo di mercato: questo indicatore è l'Intato-T-Ratio. Dunque: in utopistici mercati completi e perfetti e senza negoziazioni²⁶, Avviata-1 vale 1.500 con una Tobin-Q-Ratio pari a 1,50 ed un Intato-T-Ratio pari anch'esso a 1,50; in mercati incompleti ma efficienti, Avviata-1 vale 1.000 con un Tobin-Q-Ratio pari a 1,00 ed un Intato-T-Ratio pari sempre a 1,50 e segnalante, in questo caso, che il completamento del mercato farebbe emergere, come avviamento, un valore pari al 50% del costo di rimpiazzo del capitale.

Lo studio di Avviata-1 secondo un modello di finanza contingente ed il confronto dei risultati che n'emergono con l'impresa *benchmark* ci offre ulteriori spunti per la comprensione dei gradi di avversione al rischio.

- Se accettiamo l'ipotesi di mercati incompleti, è facile notare come il rendimento atteso per la proprietà di Avviata-1 è pari ancora al ROI del 13%, così che il rendimento minimo confidente al 90% è pari al 7,87%²⁷. Tale rendimento minimo confidente è esattamente identico a quello ottenibile dall'impresa *benchmark* del 4,87%²⁸ a cui sommare 3% di resa *free-risk*, pari alla differenza fra il ROI medio atteso di Avviata-1 (13%) e quello dell'impresa *benchmark* (10%) data l'identità del loro rischio.
- Se rimuovessimo l'ipotesi di mercati incompleti, l'emersione del valore di avviamento abbasserebbe il rendimento di Avviata-1 all'8,67% (= 130/1500), pari alla media ponderata del costo del capitale e del tasso privo di rischio. La deviazione standard dei rendimenti si modificherebbe anch'essa; infatti restando la deviazione standard dei flussi di cassa pari a 40 (perché - per ipotesi - non vi è contributo di rischiosità dai sovrapprofitti), la deviazione standard dei rendimenti scenderebbe a 2,67%. L'insieme dei due fattori farebbe scendere il rendimento minimo confidente fino al 5,25%; dunque l'emersione del va-

²⁶ Cfr. Rubinstein, *cit.* e Latham, *cit.*

²⁷ Il calcolo del rendimento minimo confidente è stato effettuato sottraendo al rendimento atteso del 13% un numero ottenuto moltiplicando la deviazione standard del ROI (4%) per il coefficiente $z = 1,282$ compatibile con una confidenza al 90% immaginando funzioni di distribuzione normale degli eventi.

²⁸ = 10% - 1,282 x 4%.

lore di avviamento richiede la presenza di investitori dotati di più elevata tolleranza dei rischi²⁹.

Se così non fosse dovremmo immaginare mercati incompleti oppure che, a parità di tolleranza dei rischi (ovvero di rendimento minimo confidente) il valore di avviamento sia compatibile anche con la presenza di sovraredditi associati a sovravolatilità e possa stimarsi muovendo da rendimenti contabili³⁰. Ad esempio, potremmo considerare una società "Avviata-2" che *ceteris paribus* presenti ROI medi del 15,56% e relativa deviazione standard pari al 6%. Il rendimento minimo confidente al 90% sarebbe ancora del 7,87%, così che – a parità di avversione al rischio degli investitori – il valore economico di questa azienda dovrebbe essere ancora 1.500. Diversamente da Avviata-1, Avviata-2 è interpretabile come un portafoglio di attività composto dal benchmark ed un addendum rischioso in termini assoluti e caratterizzato da specifiche correlazioni nei propri rendimenti (sovrapprofitti) rispetto a quelli del benchmark, come tale replicabile, quindi negoziabile. Il tasso di sconto degli utili di Avviata-2 sarà quindi pari a 10,37% ($=155,59/1.500$) mentre il tasso di attualizzazione dei sovrapprofitti che consente di mantenere inalterato il grado di avversione al rischio di mercato è 11,12% ($=55,59/500$). Questa azienda avrà un valore di mercato pari a 1.500, Tobin-Q-Ratio pari a 1,5 e pari all'Intato-T-Ratio, dato che il quoziente valore/prezzo è pari all'unità.

Consideriamo ora una terza società che chiameremo "Competente-A". Essa presenta tutte le caratteristiche di Avviata-2, fatto salvo che il ROI atteso è pari al 24% con una deviazione standard del 12,59%; in queste condizioni il rendimento confidente al 90% è ancora 7,87% e, di conseguenza, il valore di mercato del capitale rimane pari a 1.500. Supponiamo di poter ora scomporre in tre strati il FCFO medio atteso di 240: il primo, 100, rappresenta gli utili medio normali, identici all'impresa *benchmark*; il secondo, 55,59, rappresenta i sovraredditi, identici nel valore a quelli di Avviata-2; il terzo, 84,41 ha una correlazione non tanto con l'attuale struttura aziendale ma con la produttività futura dell'azienda e come tale è il frutto di competenze al momento non replicabili da terzi, fintanto che la correlazione con i risultati futuri non si sarà completamente dispiegata. Supponiamo poi di sapere che il *competence value* di questa impresa sia pari a 600. Di conseguenza il valore economico del-

²⁹ Cosa impossibile in condizioni di equilibrio per mercati perfetti e completi, data l'unicità del portafoglio di mercato.

³⁰ È questa, ad esempio, la conclusione di Rappaport quando sostiene l'esistenza di due costi del capitale rilevati: l'uno per il mercato (SROR, *shareholders rate of return*), l'altro per le decisioni di impresa (CROR, *corporate rate of return*). Cfr. Rappaport (1997), *La strategia del valore*, FrancoAngeli, Milano.

e-
a
a-
o-
d
ts
Il
a
a
2
n
t-
c,
-
-
1
-
3
-
l
i
:
i

l'azienda sarà pari a 2.100 con un Tobin-Q-Ratio identico a quello di Avviata-2, ovvero 1,50 ed un Intato-T-Ratio pari a 2,10. Date queste condizioni:

- il tasso di sconto da applicare ai flussi di Competente-A per determinare il valore di mercato è pari al 16% (= 240/1.500);
- il tasso di sconto da applicare invece ai flussi derivanti dalle competenze dell'impresa è pari al 14,07% (84,41/600);
- la deviazione standard dei flussi correnti derivanti dalle competenze dipende dalla correlazione seriale con quelli futuri, dato il modello di produttività del *competence value*. Se tale deviazione venisse determinata in 4,84%, il rendimento confidente dalle competenze risulterebbe pari proprio a 7,87%, compatibile con l'avversione al rischio presente sul mercato.

Disponendo di un modello di determinazione del concatenamento temporale della volatilità dei flussi di ricchezza prodotta dalle competenze, si potrebbe determinare quindi la loro deviazione standard e da qui il tasso di sconto per definire il *competence value*.

La presenza poi sul mercato di investitori con avversione al rischio compatibile con il grado definito nella stima del *competence value* consentirebbe poi all'impresa Competente-A di montare un'operazione di finanza contingente che permetta l'emersione del valore di competenze e la trasformazione in un'impresa avviata, completando il mercato. Il rendimento ottenibile da un siffatto investimento potrebbe essere molto elevato, in dipendenza del tempo necessario per la trasformazione delle competenze in avviamento; all'atto della completa emersione del valore, però, cesserebbe la correlazione temporale fra flussi prodotti dalle competenze che infatti diverrebbero flussi rischiosi di sovrareddito, riconducendo Competente-A al tipo di Avviata-2.

Immaginiamo ora che Competente-A riesca a trovare finanza contingente, raccogliendo un fabbisogno di 100 necessario ad avviare il processo di emersione delle competenze; il finanziamento dura il tempo necessario alla emersione delle competenze e - per semplicità - viene rimborsato, per linea capitali ed interessi, al momento in cui l'avviamento è completamente emerso. Chiameremo Competente-B l'impresa così trasformata dall'operazione finanziaria. Per questa nuova situazione immaginiamo di sapere che vi sia il 50% di probabilità di avere successo nell'intrapresa entro i prossimi tre-cinque anni³¹. L'investimento nella competenza emergente prevede quattro scenari limite:

- 1) non emersione del valore in cinque anni;

³¹ Si noti come il tempo agisce da fattore della produzione e, quindi, non è fissato deterministicamente.

l'azienda sarà pari a 2.100 con un Tobin-Q-Ratio identico a quello di Avviata-2, ovvero 1,50 ed un Intato-T-Ratio pari a 2,10. Date queste condizioni:

- il tasso di sconto da applicare ai flussi di Competente-A per determinare il valore di mercato è pari al 16% (= 240/1.500);
- il tasso di sconto da applicare invece ai flussi derivanti dalle competenze dell'impresa è pari al 14,07% (84,41/600);
- la deviazione standard dei flussi correnti derivanti dalle competenze dipende dalla correlazione seriale con quelli futuri, dato il modello di produttività del *competence value*. Se tale deviazione venisse determinata in 4,84%, il rendimento confidente dalle competenze risulterebbe pari proprio a 7,87%, compatibile con l'avversione al rischio presente sul mercato.

Disponendo di un modello di determinazione del concatenamento temporale della volatilità dei flussi di ricchezza prodotta dalle competenze, si potrebbe determinare quindi la loro deviazione standard e da qui il tasso di sconto per definire il *competence value*.

La presenza poi sul mercato di investitori con avversione al rischio compatibile con il grado definito nella stima del *competence value* consentirebbe poi all'impresa Competente-A di montare un'operazione di finanza contingente che permetta l'emersione del valore di competenze e la trasformazione in un'impresa avviata, completando il mercato. Il rendimento ottenibile da un siffatto investimento potrebbe essere molto elevato, in dipendenza del tempo necessario per la trasformazione delle competenze in avviamento; all'atto della completa emersione del valore, però, cesserebbe la correlazione temporale fra flussi prodotti dalle competenze che infatti diverrebbero flussi rischiosi di sovrareddito, riconducendo Competente-A al tipo di Avviata-2.

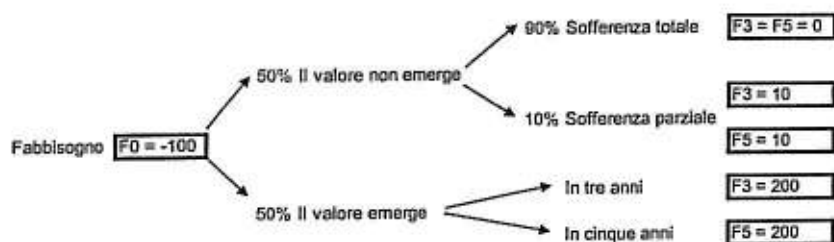
Immaginiamo ora che Competente-A riesca a trovare finanza contingente, raccogliendo un fabbisogno di 100 necessario ad avviare il processo di emersione delle competenze; il finanziamento dura il tempo necessario alla emersione delle competenze e – per semplicità – viene rimborsato, per linea capitali ed interessi, al momento in cui l'avviamento è completamente emerso. Chiameremo Competente-B l'impresa così trasformata dall'operazione finanziaria. Per questa nuova situazione immaginiamo di sapere che vi sia il 50% di probabilità di avere successo nell'intrapresa entro i prossimi tre-cinque anni³¹. L'investimento nella competenza emergente prevede quattro scenari limite:

- 1) non emersione del valore in cinque anni;

³¹ Si noti come il tempo agisce da fattore della produzione e, quindi, non è fissato deterministicamente.

- 2) non emersione del valore in tre anni;
- 3) emersione del valore in cinque anni;
- 4) emersione del valore in tre anni.

Con gli scenari (1) e (2) qualunque capitale finanziario contingente sulle competenze viene messo a perdita; se vi fossero garanzie collaterali (ad esempio il valore di mercato di 1.500 saremmo in presenza di un'operazione di finanza contingente spuria). Tuttavia, il valore delle competenze potrebbe mantenersi in capo al loro latore (la conoscenza si diffonde prima di essere negoziata) ed a lui resterebbe l'opportunità di sfruttamento economico dei flussi di ricchezza che si producono dal loro impiego. In questo caso, il finanziatore potrebbe chiedere di inserire nell'operazione di finanza contingente clausole di impegno per il latore delle competenze a coprire con i sovraredditi delle competenze (altrove realizzati) il capitale a sofferenza. Si supponga che in questo caso la probabilità di recupero della sofferenza sia solo del 10%, per i motivi già illustrati in precedenza. Con gli scenari (3) e (4) il capitale è recuperato ma il diverso orizzonte temporale modifica il rendimento ottenibile dal finanziatore, appoggiandosi sulla tollerabilità dei rischi che lo contraddistinguono. In cambio, il contratto finanziario garantisce al finanziatore la restituzione di una somma più generosa delle operazioni di normale finanziamento e pari ad 1/3 del valore delle competenze emerse ($200=600/3$). Questo è lo schema di realizzo dell'operazione:



Il rendimento dell'operazione è quindi pari ad una media ponderata fra:

- minimo assoluto: -100% (-100% triennale), probabilità 45%;
- medio triennale: -53,58% (-90% triennale), probabilità 5%;
- medio quinquennale: -36,90% (-90% quinquennale), probabilità 5%;
- sperato: minimo 14,87%, massimo 25,99%, probabilità 50%.

L'avversione al rischio degli investitori rispetto all'effetto del tempo come fattore della produzione che contribuisce alla forchetta di rendimenti sperati

determineranno l'accettabilità dell'operazione gettando le basi per l'eventuale completamento del mercato conseguente alla sua attivazione.

6. Evidenze empiriche e conclusioni

A conclusione dell'esempio, non è difficile osservare che moltiplicando il Tobin-Q-Ratio (1,50) per il rapporto fra valore e prezzo (1,40) si ottiene l'Intato-T-Ratio (2,10). Posto che il quoziente fra valore e prezzo dipende dalle variabili già viste in apertura dello scritto, è chiaro che disponendo di un algoritmo di calcolo dell'avversione al rischio necessaria per completare il mercato e di aspettative sull'orizzonte temporale che consentirà il completamento del ciclo di accumulo di conoscenza in azienda per trasformare le competenze in competitività, sia possibile definire il tasso soglia del 14,07% per lo sconto dei flussi di reddito indotti dalla competenza ed identificare di conseguenza il valore dell'Intato-T-Ratio. Un primo test empirico del calcolo del *competence value* attraverso gli algoritmi originali dell'Intato-T-Ratio è stato realizzato su un campione di società di capitali operanti nel Nord Italia ed aventi almeno 5 milioni di Euro di fatturato.

Tab. 2 - Composizione del campione per settori

Descrizione	Ateco 91	Sic Code	Nr. Imprese
Industrie alimentari e delle bevande	15	20	1295
Industrie tessili	17	22	1067
Confezione articoli di vestiario; preparazione e tintura di pellicce	18	23	447
Preparazione e concia del cuoio; fabbricazione di articoli da viaggio, borse	19	31	350
Industria del legno e dei prodotti in legno e sughero, esclusi i mobili;	20	24	275
Fabbricazione della pasta-carta, della carta e dei prodotti di carta	21	26	323
Editoria, stampa e riproduzione di supporti registrati	22	27	418
Fabbricazione di mobili; altre industrie manifatturiere	36	39	723
Raccolta, depurazione e distribuzione d'acqua	41	494	1643
Commercio, manutenzione e riparazione di autoveicoli e motocicli	50	55	3991
Alberghi e ristoranti	55	70	192
Trasporti terrestri; trasporti mediante condotte	60	42	525
Trasporti marittimi e per vie d'acqua	61	44	27
Trasporti aerei	62	45	598
Informatica e attività connesse	72	737	498
Ricerca e sviluppo	73	873	1164
Attività ricreative, culturali e sportive	92	83	53
Totale			13589

Fonte: ns. elaborazioni su dati AIDA.

Da un primo campione di oltre 25.000 società ne è stato selezionato un secondo formato dalle società aventi almeno una sequenza di cinque anni consecutivi di bilanci, al fine di poter disporre di serie storiche sufficientemente affidabili per il calcolo delle correlazioni temporali dei flussi di ricchezza generati dalle competenze. Il sottocampione risultante è stato poi disaggregato per settori industriali, così come definiti dai codici ATECO per i quali era possibile identificare un omologo SIC-Code per il quale disporre di valori di beta unlevered da basi dati internazionali³². Nel complesso è risultato un campione finale composto da 13.589 società per le quali i dati di bilancio sono stati attinti dalla base dati AIDA. La tabella 2 riporta la distribuzione del campione rispetto ai diversi agglomerati settoriali.

Tab. 3 - Beta, rendimenti operativi e rischi per settori

ATECO 91	SIC CODE	BETA UNLEVERED (Adjusted Beta)					Rendimenti operativi				
		Median	SIC Compo- site	Scostamento (media- mediana)	Large Compo- site	Small Compo- site	Soglia	Medi	Mediani	Best perform- ers	Deviazione standard
15	20	0,20	0,23	0,03	0,24	0,28	5,54	4,86	4,22	5,50	5,81
17	22	0,33	0,48	0,15	0,64	-0,04	3,78	5,23	4,75	5,72	6,52
18	23	0,27	0,78	0,51	0,84	0,87	8,79	6,43	5,50	7,35	7,10
19	31	0,64	0,89	0,25	0,91	0,22	5,21	6,38	5,57	7,20	6,48
20	24	0,86	1,12	0,26	1,40	0,50	6,75	5,67	4,90	6,43	5,28
21	26	0,44	0,58	0,14	0,66	0,27	5,49	6,05	5,19	6,90	6,21
22	27	0,41	0,62	0,21	0,58	0,71	7,91	5,72	4,82	6,62	7,28
36	39	0,55	0,48	-0,07	0,26	1,50	12,25	6,55	5,76	7,33	6,21
41	494	-0,01	0,03	0,04	0,00	0,07	4,39	5,06	4,29	5,83	5,28
50	55	0,52	0,57	0,05	0,47	0,63	7,47	5,95	5,13	6,78	6,50
55	70	0,50	0,77	0,27	0,83	0,17	4,94	6,97	5,91	8,02	7,51
60	42	0,35	0,58	0,23	0,56	0,26	5,43	4,46	3,87	5,05	6,07
61	44	0,43	0,66	0,23	n.r.	n.r.	6,37	3,93	3,42	4,44	5,68
62	45	0,47	0,64	0,17	0,60	0,30	5,65	4,87	4,61	5,13	7,10
72	737	1,43	1,67	0,24	1,62	1,69	13,30	7,16	6,30	8,01	8,62
73	873	0,62	0,79	0,17	0,66	1,05	9,78	6,60	5,73	7,46	8,26
92	83	0,17	0,20	0,03	0,22	0,20	5,10	6,14	6,20	6,08	8,09

Fonte: ns. elaborazioni su dati Ibbotson, AIDA e Fondazione Teofilo Intato.

³² La base dati a cui abbiamo fatto ricorso è IBBOTSON - The Cost of Capital Center.

Per ogni settore si è provveduto al calcolo dei valori medi e mediani dei ROI e della deviazione standard degli stessi. La differenza fra i valori medi e mediani ha poi consentito di determinare il rendimento medio delle imprese c.d. "best performers" fra le quali dovrebbero essere presenti sia quelle dotate di avviamento sia quelle con competenze. Su queste imprese più virtuose abbiamo operato le successive indagini. Sulla base dei beta ottenuti dalla banca dati, opportunamente rettificati per la loro applicabilità al contesto italiano sulla base dei differenziali di rischio sistematico, è calcolato il tasso-soglia di rendimento contabile basato sul *capital asset pricing model*. Sulla base degli algoritmi di calcolo dell'Intato-T-Ratio abbiamo determinato il tasso soglia per identificare le imprese con *competence value*. Si sono quindi identificate le frequenze delle imprese con rendimenti superiori alla soglia per la presenza di avviamento e di quelle dotate di valore delle competenze.

Tab. 4 - Frequenze di imprese avviate e competenti

ATECO 91	SIC CODE	Incidenza imprese	
		Avviate	Competenti
15	20	31,85%	45,33%
17	22	11,96%	58,82%
18	23	77,13%	36,97%
19	31	32,71%	57,18%
20	24	63,12%	41,86%
21	26	36,13%	53,60%
22	27	61,50%	38,21%
36	39	99,27%	17,92%
41	494	18,43%	55,08%
50	55	63,65%	40,81%
55	70	28,22%	60,66%
60	42	26,83%	43,66%
61	44	39,97%	33,40%
62	45	28,11%	45,63%
72	737	96,20%	23,83%
73	873	78,17%	35,01%
92	83	24,89%	55,11%

Fonte: ns. elaborazioni su dati delle precedenti fonti e algoritmi Fondazione Teofilo Intato.

Dall'analisi dei dati in tabella 4 emerge chiaramente come non vi sia perfetta sovrapposizione fra imprese avviate ed imprese competenti, lasciando presagire che i valori del Tobin-Q-Ratio e dell'Intato-T-Ratio non convergano, coerentemente con le ipotesi di mercati incompleti. Abbiamo così deter-

minato i due indici relativamente ai valori di rimpiazzo degli attivi di bilancio *unlevered* per i singoli settori.

Tab. 5 - Tobin-Q-Ratio e Intato-T-Ratio riscontrati nei settori

Descrizione	ATECO	Indicatori di eccellenza	
		Tobin's Q-Ratio	Intato's T-Ratio
Industrie alimentari e delle bevande	15	0,9833	1,2641
Industrie tessili	17	1,8713	1,3133
Confezione articoli di vestiario; preparazione e tintura di pellicce	18	0,5584	2,0416
Preparazione e concia del cuoio; fabbricazione di articoli da viaggio, borse	19	1,6676	1,2690
Industria del legno, prodotti in legno, sughero, esclusi mobili;	20	0,8874	1,3113
Fabbricazione della pasta-carta, della carta e dei prodotti di carta	21	1,4822	1,2873
Editoria, stampa e riproduzione di supporti registrati	22	0,5748	1,4077
Fabbricazione di mobili; altre industrie manifatturiere	36	n.s.	0,9082
Raccolta, depurazione e distribuzione d'acqua	41	1,5977	1,4258
Commercio, manutenzione e riparazione di autoveicoli e motocicli	50	0,7740	1,3511
Alberghi e ristoranti	55	2,0315	1,3314
Trasporti terrestri; trasporti mediante condotte	60	0,8405	1,2682
Trasporti marittimi e per vie d'acqua	61	0,0949	1,2377
Trasporti aerei	62	0,7982	1,1029
Informatica e attività connesse	72	n.s.	0,8908
Ricerca e sviluppo	73	0,3238	7,4938
Attività ricreative, culturali e sportive	92	1,3484	0,9791

Fonte: ns. elaborazioni su dati delle precedenti fonti e algoritmi Fondazione Teofilo Intato.

I risultati mettono chiaramente in evidenza come la convergenza fra i due indicatori non sia mai raggiunta. Mediamente, però, si osservano valori dell'Intato-T-Ratio superiori a quelli del Tobin-Q-Ratio; ciò lascia presumere che non tutte le imprese abbiano capacità autonoma di trasformare il *competence value* in avviamento. Rimane aperta la questione se disponendo di diverse soluzioni finanziarie questa situazione potrebbe risolversi consentendo l'emersione di maggiori valori potenziali; questo tema dovrà essere oggetto di futuri approfondimenti.

È peraltro importante osservare come in alcuni settori il divario fra i due indicatori sia particolarmente accentuato. È questo il caso della ricerca e sviluppo - Ateco 73 - nel quale a fronte di un indice T prossimo a 7,5 la Q è di

poco superiore a 0,3: moltissimo valore potenziale ma totale incapacità di trasformarlo in valore di mercato.

In altri settori accade il contrario; ad esempio nel settore 92 (Attività ricreative, culturali e sportive) a fronte di una T di poco inferiore all'unità si osservano valori della Q prossimi a 1,35. I settori in cui il valore creato è superiore a quello potenziale non sono comunque di poco conto, includendo: il tessile, la concia, gli alberghi e ristoranti.

Quando potranno essere disponibili dati su un campione più ampio e basati su una metodologia più dettagliabile e completa si potranno trarre indicazioni più precise. Tuttavia questi primi dati suggeriscono alcune riflessioni:

- politiche di incentivo in settori tradizionali che non sostengano la trasformazione di competenze in valore di mercato rischiano di sostenere realtà imprenditoriali capaci di generare sovraredditi nel breve termine ma incapaci di sostenere tali *performance* in orizzonti temporali più estesi;
- l'applicazione di criteri per la determinazione del merito di credito compatibili solo con una parte della teoria della finanza contingente rischia di incentivare la formazione di valori non sostenuti da competenze, accentuando a lungo termine l'instabilità del sistema;
- il divario fra gli indicatori è indice dello spazio economico non ancora colmato in termini di selettività nel finanziamento dell'impresa; tale lacuna potrà risolversi solo con la formazione di figure professionali qualificate e dotate di strumenti affidabili, sfida a cui il mondo accademico non può rinunciare.

Bibliografia

- Allen D., Gale F. (1994), *Financial Innovation and Risk Sharing*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Arrow K. J. (1971), *Theory of risk bearing*, Makham, Cicago.
- Copeland T., Koller T., Murrin J. (1995), *Valuation. Measuring and managing the value of companies*, Wiley & Sons, first edition New York.
- Debreu G. (1958), *The theory of value*, Wiley, New York.
- Fama E.F. (1965), "The behavior of Stock Market Prices", *Journal of Business*, January, 34-105.
- Fogliata I. (2004), "Piccole imprese o apprendiste grandi imprese?", *paper*, convegno Finanziare e valorizzare l'intraprenditorialità, Brescia 28 ottobre 2004.
- Ghiringhelli P. (1996), *Tassi di sconto e valore di avviamento d'impresa: principi di finanza*, Egea, Milano.
- Guatri L., Bini M. (2003), *Impairment*, Egea, Milano.

- Latham M. (1985), "Defining Capital Market Efficiency, Finance Working", Paper 150, Insitute for Business and Economic Research, University of California, Berkeley, April.
- Mantovani G. (1998), *Rischio e valore dell'impresa*, Egea, Milano.
- Mantovani G. (2003), "Premi di maggioranza: distorsioni di mercato o valorizzazione di competenze?", *Contabilità, Finanza e Controllo*, n. 6, Il Sole 24 ore, Pirola, Milano.
- Massari M., Zanetti L. (2004), *Valutazione Finanziaria*, McGraw-Hill, Milano.
- Merton R.C. (1990), *Continous time finance*, Blackwell, Oxford.
- Nevitt P. K. (1988), *Project Finance*, Laterza Editori, Bari.
- Rappaport A. R. (1997), *La strategia del valore*, FrancoAngeli, Milano.
- Robichek A. A., Myers S. C. (1965), *Optimal Financing Decisions*, Prentice-Hall, Inc. Englewood Cliffs, N.J.
- Rubistein M. (1975), "Securities market efficiency in an Arrow-Debreu economy", *American Economic Review*, December 812-824.
- Rullani E. (2004), *Economia della conoscenza: creatività e valore nel capitalismo delle reti*, Carocci Editore, Roma.
- Tobin J. (1958), "Liquidity preference and behavior toward risk," *Review of Economic Studies*, February, 65-86.
- Unicredit Banca, Mediocredito (2004), *I covenant di bilancio nei finanziamenti a medio e lungo termine*, Bancaria, Roma.
- Williamson O. E., Masten E. S. (1999), *The economics of transaction costs*, Elgar, Cheltenham, UK Northampton, MA.