

CREDERE NELLE IMPRESE QUANTO VALGONO E DI COSA HANNO BISOGNO

Il profitto da solo non basta per misurare le aziende nell'era delle aspettative sostenibili e del lavoro da ricostruire e da reinventare

di **Ferruccio de Bortoli** e **Dario Di Vico**
Con articoli di **Alberto Brambilla, Edoardo De Biasi, Francesco Daveri, Mauro Marè, Alberto Mingardi** e **Nicola Rossi** 2, 7, 8, 11, 19, 26

CAMBIAMO METRO PER STABILIRE QUANTO VALE UN AZIENDA IL PROFITTO NON BASTA PIÙ

Con la dimensione immateriale del business cresce il peso delle aspettative e il pericolo di false rappresentazioni. Come leggere i multipli eccessivi di Tesla & Company, i protagonisti dell'innovazione tech e della corsa alla sostenibilità che fanno suonare l'allarme Bolla?

La rilevanza delle tematiche socio-ambientali costringe le aziende a considerarsi parte delle comunità dove producono e offrono lavoro: siamo tutti stakeholder. La reputazione «verde» di una società è un utile potenziale. Snobbarlo è un errore, rappresenta un valore intrinseco che prima o poi il mercato sarà disposto a quantificare

di **Ferruccio de Bortoli**

Ci fu un momento, prima che esplodesse la bolla dei titoli tecnologici, agli inizi del secolo, in cui Tiscali valeva più della Fiat. In una società che allora, ma in parte anche oggi, faticava a cogliere valore nell'immaterialità, ciò sembrò del tutto incomprensibile. Bastava che un'azienda avesse nel marchio anche un pur vago ri-



ferimento alla Rete (accadde per Basicnet, ramo tessile) per far schizzare in alto le quotazioni. Lo sgonfiamento della bolla dei titoli tecnologici riavvicinò le aspettative alla realtà. Non pochi rimasero con il cerino in mano.

Il peso di Musk

Ci si interroga oggi, ma è solo un esempio anche se il più eclatante, sul reale valore di Tesla, la società di Elon Musk, fondata nel 2003, che produce anche auto elettriche, la cui capitalizzazione si è avvicinata ai 400 miliardi di dollari. Il rendimento annuo dell'azione è intorno al 700 per cento. Se fosse ancora vivo l'inventore del motore elettrico, il croato naturalizzato statunitense Nikola Tesla, ne sarebbe orgoglioso. Un po' meno vedendo le peripezie anche giudiziarie del gruppo che porta il suo nome di battesimo, Nikola, specializzato nei veicoli commerciali a trazione ovviamente elettrica. Galileo Ferraris, padre italiano del motore elettrico, è stato un po' dimenticato. Ingiustamente. Il valore del marchio del suo cognome si sovrappone però a un mito delle quattro ruote, non certo silenzioso. E il nome, be' non ne parliamo. Curiosità della storia.

Tesla vende ancora poche auto e il suo fatturato non sembra giustificare una simile stratosferica valutazione, ma qual è e come può essere misurato l'effetto *disruptive* delle sue innovazioni che stanno rivoluzionando il paradigma della mobilità, costringendo un'intera industria a riscrivere i propri piani di sviluppo? Quando si apre un nuovo mercato, grazie alla tecnologia, si schiudono orizzonti di crescita e profitto prima sconosciuti. Il tasso di mortalità dei soggetti è elevatissimo, la selezione brutale. L'importante è provarci, crederci. E la serietà dei propositi e la competenza degli imprenditori sono già di per sé un grande valore.

Di aspiranti Tesla in giro per il mondo ce ne sono tantissime. All'Aim, il mercato delle piccole e medie imprese innovative — tanto per fare un esempio italiano — è quotata Energica, una società di Modena (ovviamente) che produce moto elettriche molto apprezzate nel mondo. La lista d'attesa è di alcuni mesi. Il bilancio è in perdita, ma le aspettative sono elevate. E nell'automotive il nostro Paese ha ancora buone carte da giocare.

Un'utile guida per comprendere la profondità di questo passaggio storico è il libro *Valutazione d'azienda nel mondo Esg* (Egea), scritto da Carlo Bellavite Pellegrini, Maurizio Dallochio ed Enrico Parazzini. Il mercato non dice sempre la verità. Cresce la dimensione immateriale del business. E, di conseguenza, il peso delle aspettative, condizionate dalla velocità della tecnologia. Ma aumenta, nel contempo, anche il pericolo delle false rappresentazioni. Tra sogno e realtà vi sono immense praterie sconosciute nelle quali abbondano i cespugli delle scommesse virtuose ma anche i rovi delle trappole speculative. «Le crisi finanziarie di questi ultimi anni — argomenta Bellavite Pellegrini, ordinario di Finanza Aziendale alla Cattolica — hanno fortemente intaccato la convinzione che la libera contrattazione dei titoli azionari a diritto di voto pieno esprimesse correttamente il valore delle imprese.

Lo studio illustra le motivazioni che rendono preferibile l'adozione dei criteri basati sulla logica dei flussi di cassa attualizzati ma giustifica, in alcune circostanze, una divergenza, a volte anche significativa, tra i valori espressi dal mercato e il valore intrinseco, *fair value*, di un soggetto innovativo, responsabile, sostenibile». Con la crescente importanza dei fattori Esg (Environmental, social and governance) è come se si tornasse a una dimensione neo-classica della teoria del valore nella quale risalta la percezione della scarsità delle risorse, non solo naturali. I criteri fondamentali per le valutazioni delle aziende vanno rivisti anche per sfuggire a conformismi e paradossi.

Fino al 2008, per esempio, un intermediario finanziario con un multiplo inferiore all'uno veniva giudicato di fatto fallito. «L'eccesso di liquidità — è l'opinione di Dallochio, ordinario di Finanza aziendale alla Bocconi — ha drogato un po' tutti i mercati e quando la capitalizzazione delle Borse mondiali eccede il prodotto lordo globale c'è qualcosa che non va. Crescono i rischi che si formino delle bolle; la volatilità è alta. Una volta un rapporto tra prezzo e utili superiore a 10 sembrava un'esagerazione, oggi molte delle aziende quotate al Nasdaq hanno multipli tra i 15 e 20 se non di più. Le aziende cosiddette *growth*, legate alla crescita, tendono ad essere valutate meglio di quelle che mostrano valori stabili e tangibili. I coefficienti Esg premiano, anche dal punto di vista di un minor costo del capitale, le imprese più resilienti, attente alla sostenibilità delle loro produzioni nel medio e nel lungo periodo. E d'altro canto non è dimostrato che le imprese con alti «voti Esg siano più redditizie. Ma sono più durevoli e meno rischiose. Un investitore accorto non può non tenerne conto».

Il consenso

«Le imprese non sono avulse dalla società che le circonda — aggiunge Parazzini, ex manager di Pirelli e Telecom e docente alla Sda Bocconi — hanno il dovere di rispondere ai loro azionisti, di remunerare correttamente il capitale. La rilevanza dei temi di sostenibilità, ambientale e sociale, e di governance, ovvero di rispetto dei diritti individuali, della parità di genere, non consente più, come una volta, di distinguere tra stakeholder, clienti e fornitori, e i cittadini. Gli stakeholder sono tutti. La reputazione assume un'importanza decisiva. Più un'azienda è in sintonia con la comunità che la circonda più esprime un valore intrinseco che forse il mercato prima o poi premierà». Una riflessione opportuna anche alla luce del grande dibattito sulla finalità (purpose) di una società per azioni, che appassiona i giuristi di tutto il mondo e ha già portato a significative riforme dei codici civili in alcuni Paesi. Di fronte al declino della *shareholder value* di Milton Friedman e all'affermazione dei criteri Esg ci domandiamo se sia ancora attuale l'articolo 2247 del nostro codice civile sul contratto di società («Due o più persone conferiscono beni o servizi per l'esercizio in comune di una attività economica allo scopo di dividerne gli utili»). Lo scopo oggi non è solo quello. O almeno non dovrebbe essere solo quello.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

I numeri

700

per cento

La performance
annua del titolo Tesla, la
società leader
nell'auto elettrica

400

miliardi

La capitalizzazione
superata da Tesla:
quasi quanto l'intera
Piazza Affari



Elon Musk
Fondatore e
numero uno
di Tesla