

LE TURBOLENZE DEI MERCATI AZIONARI E LA GESTIONE DI IMPRESA

DI CLAUDIO DEMATTÉ



La maggioranza delle nostre imprese – notoriamente di piccola dimensione e spesso anche sottocapitalizzate – è vissuta e si è sviluppata (qualcuna è anche morta) senza avere sofferto il problema dell'altalena dei propri valori azionari e delle attese eccessive o frustrate dei propri azionisti. Piuttosto, ha subito i rischi e le ansie delle variazioni dei tassi di interesse e dell'inversione dell'effetto "leva finanziaria", quando il costo del denaro andava oltre il tasso di rendimento sul capitale investito.

Negli ultimi anni un numero crescente di imprese sono state costrette a fare ricorso al mercato azionario per ragioni che ho spiegato diverse volte. E altre lo dovranno fare quanto prima. Le imprese della nuova economia quasi per definizione devono accedere al mercato azionario, tenuto conto che le risorse di cui hanno bisogno sono esposte a livelli di rischio non compatibili con il ricorso al credito e devono necessariamente provenire inizialmente dal *venture capital*, in seguito dal mercato del *private equity* e poi dai mercati azionari ufficiali.

Dal momento in cui le imprese si aprono al capitale di rischio esterno al nucleo di controllo, si trovano di fronte a un problema del tutto nuovo: quello di dovere registrare giorno dopo giorno gli umori del mercato e dei propri azionisti; un problema, questo, conosciuto ma spesso trascurato, che richiede un insieme di regole di comportamento, di sistemi di gestione e di attenzioni nella comunicazione che in taluni casi viene presidiato

dalla funzione di *investor relations*. A dire il vero, il problema del rapporto con gli azionisti si presenta già nelle imprese familiari, quando queste sono controllate da più di una famiglia o quando, con il passare delle generazioni, cresce il numero dei familiari, si allenta il vincolo di parentela,

si differenziano le posizioni dei membri della famiglia fra quelli che coprono posizioni di comando e quelli che occupano posizioni subordinate o quelli che sono addirittura esterni all'impresa. Ma i problemi che sorgono in questi contesti sono solo avvisaglie di quelli che si registrano quando l'impresa si trova ad avere azionisti professionali (come i *venture capitalists* o gli investitori istituzionali) e quando l'impresa è quotata ed esposta ogni giorno alla variazione dei propri corsi azionari.

Il problema in questione si amplifica quando i mercati finanziari entrano in fasi di forte turbolenza e i valori azionari percorrono strade non necessariamente correlate all'andamento reale dell'impresa. Negli ultimi due anni queste condizioni si sono presentate sia come rialzi dei corsi oltre ogni limite di ragionevolezza economica, sia come ribassi improvvisi, e spesso in modo del tutto indipendente dai risultati di gestione. Per le imprese della nuova economia le oscillazioni hanno assunto i toni di una violenta altalena che ha messo a soqquadro molti canoni di gestione. Quando il mercato azionario assume andamenti siffatti e i corsi azionari oscillano bruscamente a ogni stormire di fronde, anche in assenza di vere ragioni economiche,

Le imprese della nuova economia quasi per definizione devono accedere al mercato azionario

la gestione di impresa si complica, almeno sotto quattro punti di vista:

1. diventa difficile individuare l'orizzonte temporale sul quale traguardare gli obiettivi di impresa;
2. la pianificazione della raccolta di nuovo capitale di rischio diventa quanto mai aleatoria, con rischi, di riflesso, sulla gestione industriale;
3. diventa difficile ancorare la gestione ai concetti della *shareholder value* e ancora di più garantire agli azionisti un'adeguata remunerazione nel tempo attraverso la gestione;
4. i piani di incentivazione diventano instabili e di difficile governo.

Prima di analizzare ciascuno dei quattro punti occorre riflettere sul dato di base che è la causa del tutto – ossia, l'andamento "isterico" dei corsi azionari – per individuarne le ragioni, siano esse razionali o meno, e per accertarne le prime dirette conseguenze. Fra queste c'è il brusco e imprevedibile cambiamento fra accessibilità e non accessibilità al mercato azionario da parte delle imprese che sono alla ricerca di capitali di rischio.

Quando i corsi azionari oscillano bruscamente a ogni stormire di fronde, la gestione di impresa si complica

L'andamento schizofrenico dei corsi azionari e l'imprevedibile accessibilità dei mercati per le nuove emissioni

Sul numero del 16 ottobre 2000 di *Wall Street Journal* c'è un esilarante articolo dal titolo "I miti infranti delle azioni tecnologiche", nel corso del quale l'autore, E.S. Browning, cita le previsioni contenute nei rapporti di ricerca delle maggiori banche di investimento e dei maggiori broker americani circa il valore tendenziale dei corsi di questa o quella azione e i risultati pochi mesi o perfino poche settimane dopo.

La lettura dell'articolo è istruttiva perché mette in evidenza il dato di fondo: o la professionalità (e l'etica) di queste istituzioni è ridicola (anche alla luce degli elevati stipendi) oppure c'è qualche cosa nel funzionamento del mercato azionario che sfugge alla razionalità economica. Un esempio per tutti, contenuto nell'articolo: "Henry Blodget della Merrill Lynch ha espresso il nucleo del suo pensiero (che l'autore dell'articolo chiama mito) in dicembre (1999) quando ha scritto dei leader di Internet, quali Yahoo!

in questi termini: 'È un errore essere cauti nel proiettare la performance futura'.

Le azioni Yahoo! a quel tempo erano trattate a un valore di 500 volte gli utili attesi per il 2000.

'Il vero rischio (dell'investire in azioni Yahoo!) – dichiarò Blodget – non è quello di perdere soldi, ma piuttosto quello di perdere una grande occasione

di guadagno". L'articolista conclude: "Da allora, il prezzo delle azioni Yahoo! è calato

del 68%, dal momento che gli azionisti hanno cominciato a nutrire preoccupazioni di rallentamento del tasso di crescita dei ricavi atteso". Va da sé che un singolo caso di errata previsione non dice nulla sul fenomeno. Ma l'articolo è istruttivo perché denso di molti altri esempi dello stesso tipo.

D'altro canto, e per venire a noi, per avere conferma della "isteria" dei corsi azionari, specialmente di quelli delle imprese della nuova economia, è sufficiente esaminare il divario fra i valori delle nuove offerte sul mercato – le IPO – e i corsi azionari di qualche settimana o qualche mese successivo alla quotazione.

Mai come in questa fase storica fenomeni di mercato underpricing sono stati seguiti da altrettanti rilevanti effetti di overpricing

Mai, come in questa fase storica, vi sono stati in una prima fase fenomeni di così marcato *underpricing* (quando i corsi successivi alla quotazione salgono vistosamente oltre il prezzo di collocamento), seguiti da operazioni con altrettanto rilevanti effetti di *overpricing* (l'effetto opposto). Poiché nell'atto di nuove emissioni e di quotazione, più ancora che nei report per il mercato secondario, gli intermediari specializzati compiono

il massimo sforzo per determinare il valore delle azioni, i forti divari di cui sopra segnalano uno stato di anormalità sul quale occorre riflettere. Esso può rispecchiare una crisi di professionalità (che può coinvolgere qualche istituzione, ma che pare difficile attribuire all'intero sistema); oppure un problema di etica professionale (operazioni eseguite curando l'interesse alternativamente degli investitori o dell'emittente, anziché con la dovuta neutralità); o, ancora, può essere indizio di un andamento erratico e imprevedibile (anche per i *professional*) dei corsi azionari.

Lasciando in disparte le prime due possibilità – anche se meriterebbero più di un approfondimento – non rimane che concentrarsi sulla terza. Perché è diventato così difficile determinare i valori delle azioni, anche quando sono proiettati a pochi giorni di distanza, come nel caso di un collocamento? E che cosa comporta questa maggiore difficoltà?

Diverse sono le ragioni. Da un lato l'intrinseca difficoltà di anticipare i risultati futuri di attività nuove, sui cui flussi di ricavi e costi attesi è possibile dispiegare la più ampia differenza di valutazioni. Dall'altro, l'estrema incertezza relativa all'andamento delle grandezze macroeconomiche – quali i tassi di interesse, il tasso di crescita dell'economia, il tasso di rendimento del capitale investito – che gravano invece sul valore di tutti i titoli azionari, non solo di quelli della nuova economia. Ma ciò che sembra avere maggiormente provocato l'altalena dei prezzi azionari apparentemente non deriva da cambiamenti significativi

negli *economics* delle imprese o dell'economia nel suo insieme; pare scaturire, piuttosto, da un andamento ondivago della domanda di titoli azionari influenzato da suggestioni o da paure il cui sottofondo ha poco a che fare con i fondamentali dell'economia. Acquisti che seguono la logica della moda, o del gregge, più che dell'economia.

L'altalena
dei prezzi azionari
sembra scaturire
da suggestioni o paure
il cui sottofondo ha poco
a che fare con
l'economia

A riprova di questo vi sono state le ripetute dichiarazioni di Greenspan sulla sopravvalutazione dei titoli azionari: dichiarazioni insolite, difficili da pronunciare da parte del banchiere centrale della principale ed egemone economia, ma proprio per questo testimonianza forte e incontrovertibile dell'esistenza di una bolla speculativa al rialzo che, quando si forma, prepara automaticamente il suo opposto. È certo che Greenspan non ha fatto i suoi pronunciamenti senza avere controllato e ricontrattato – usando tutti i possibili strumenti di valutazione e tutti gli esperti della Federal Reserve Bank, interni ed esterni – la sostanza

delle sue valutazioni. Ma se i prezzi delle azioni si formano sulla base di una domanda che non è guidata, per gran parte, dalla razionalità economica, ma da altri tipi di fenomeni, essi cessano di essere indicatori della qualità dell'offerta. Sono semplicemente espressione della disponibilità o della non disponibilità a comperare in quell'istante. In breve, i prezzi azionari, per chi deve gestire, perdono il loro valore segnaletico della qualità della gestione con tutte le conseguenze che verranno esaminate nei quattro punti successivi.

Ma c'è subito un effetto diretto rilevante per chi gestisce l'impresa. Se la domanda di azioni si forma, si espande o si contrae o perfino evapora, indipendentemente o quasi dalla qualità della gestione dell'impresa, allora viene meno anche la possibilità di prevedere con ragionevole attendibilità quando il mercato è ricettivo di nuove emissioni.

Per le imprese si apre una prospettiva di rischio che è tanto maggiore quanto più un'impresa è costretta a fare conto sul capitale di rischio.

Prima di passare all'esame dei punti successivi, va detto che per le azioni delle imprese della nuova economia c'è un elemento aggiuntivo – questo di tipo razionale e basato su saldi principi economici – che amplifica le oscillazioni dei corsi. Si tratta del fatto che il valore delle azioni è fortemente influenzato dalle attese di sviluppo futuro dei ricavi, ma soprattutto dei redditi. Nelle imprese tradizionali, già consolidate, collocate nella fase assestata del ciclo di sviluppo e con un palese *track record* di risultati storici, le attese di sviluppo si attestano su valori contenuti che possono subire

scostamenti, ma di valore limitato. Per le imprese nuove di settori nuovi questi valori si collocano su livelli molto elevati, con tassi di sviluppo atteso che sono dell'ordine di diverse decine di unità. In questo caso è sufficiente una variazione anche di pochi punti percentuali per imprimere forti variazioni dei valori azionari, come si deduce facilmente da un'analisi della formula "logica" di formazione del valore azionario. Queste brusche oscillazioni di valore – a fronte di modifiche anche marginali delle attese – causano un effetto di disorientamento per il mercato e per chi deve gestire non dissimile da quello provocato da fenomeni ondivaghi della domanda. Sono variazioni fondate dal punto di vista economico, ma per la loro natura e il loro forte impatto possono alimentare la formazione di ulteriori attese, in senso positivo o in senso negativo. Il dato di fatto con il quale bisogna fare i conti è che i valori delle azioni sono soltanto in parte il risultato della qualità della gestione.

In queste fasi di forti cambiamenti e di forte turbolenza delle variabili economiche di base, detti valori sono fortemente condizionati da fattori al di fuori del controllo del management e sono anche soggetti a fenomeni speculativi al rialzo o al ribasso che possono indurre in errori di valutazione nelle scelte di gestione, come si vedrà nei quattro punti che seguono.

1. La scelta dell'orizzonte temporale

Un elemento qualificante del modello di gestione che l'impresa persegue è l'orizzonte temporale sul quale vengono puntati gli obiettivi e le scelte. In talune attività l'orizzonte lungo è d'obbligo se si aspira a un successo duraturo, in quanto, prima di realizzare appieno i ricavi potenziali occorre investire, sviluppare know-how, fare maturare le competenze, e occorre conquistare sul campo con ripetute prove positive la fiducia dei primi consumatori. Solo nelle attività con scarse barriere all'entrata – e perciò stesso con labili risultati economici – si può sperare di vedere effetti a breve tempo. La capacità di persistere sulle azioni che creano il valore di fondo dell'impresa, senza trascurare i risultati immediati, ma anche senza lasciarsi distrarre dalle sirene degli effetti facili, è un tratto fondamentale della buona gestione. L'andamento altalenante dei corsi azionari può disturbare, abbagliando o deprimendo, la prospettiva. Esso può indurre a sovrainvestimenti, ma anche a tollerare il formarsi di sovrastrutture di costi, quando i corsi azionari sono esuberanti, oppure portare a tagli eccessivi e inopportuni sia degli investimenti sia dei costi quando i corsi azionari si avviano. La letteratura ha

già messo in evidenza il rischio che la quotazione di un'impresa, e ancora di più la sua eventuale struttura di *public company* – cioè di azienda ad azionariato diffuso –, possa indurre comportamenti opportunistici di breve periodo (quello che in gergo viene definito "shortism"), dannosi alla vita dell'impresa.

Questo rischio aumenta quando i mercati oscillano fortemente sotto le onde speculative e il prezzo delle azioni perde la sua funzione segnaletica della qualità della gestione per rispecchiare piuttosto una forte o una debole domanda di azioni generata da considerazioni di altro tipo. La "distrazione" può prodursi sia quando i corsi azionari si gonfiano per l'effetto di movimenti speculativi al rialzo, sia quando flettono sotto la spinta di vendite irrazionali. Nel primo caso il forte aumento dei valori può portare, oltre che agli eccessi di investimento sopra menzionati, anche alla tentazione di trarre profitto dall'alto prezzo delle azioni attraverso nuove emissioni sul mercato. Il mettere fieno in cascina, anche se non vi sono prospettive di investimento redditizie in vista, può beneficiare i vecchi azionisti che trovano la loro partecipazione moderatamente diluita, ma più liquida. Ma non offre buone prospettive ai nuovi azionisti entrati a caro prezzo in un'impresa che non sa come impiegare i fondi raccolti. Peggio ancora sarebbe però se i fondi raccolti con tanta facilità grazie a un mercato azionario in rialzo speculativo venissero impiegati in operazioni di dubbio esito. Oppure se la situazione effervescente del mercato dovesse indurre a effettuare operazioni di acquisizione con scambio di azioni, anche in assenza di una giustificazione industriale.

La logica che ha dominato il mercato azionario nella prima parte dell'anno

Nelle fasi di forte
turbolenza
i valori delle azioni
sono condizionati
da fattori al di fuori
del controllo
del management

2000, quando imprese con poca sostanza e con molte promesse riuscivano ad andare sul mercato rastrellando ingenti capitali che avrebbero dovuto diventare produttivi attraverso acquisizioni, era viziata alle fondamenta, ma corrisponde esattamente al tipo di distorsioni di cui si è detto sopra.

la logica
che ha dominato
il mercato azionario
nella prima parte
dell'anno 2000
era viziata
alle fondamenta

Quando i corsi flettono sotto la spinta della speculazione, sorge il rischio contrario: che il management non realizzi gli investimenti programmati o le operazioni di gestione straordinaria previste e cruciali per un buon posizionamento strategico dell'impresa per il timore di appesantire i conti economici e di intaccare le riserve finanziarie. Si noti che l'aspetto negativo non è la modifica della sequenza degli investimenti nel tempo, che anzi è giustificata e corretta se corrisponde a un diverso disporsi dei parametri economici, in particolare a una riduzione del tasso di ritorno sugli investimenti reali e a un aumento del costo del capitale. Ciò che è negativo è che la scelta

sia fatta esclusivamente sull'onda della variazione dei corsi azionari con l'intento specifico di correggerli. Per questo motivo chi è responsabile del governo dell'azienda deve ascoltare con molta attenzione le argomentazioni che provengono dal mercato azionario in relazione all'andamento dei corsi, per discernere quelle che hanno fondamento e giustificano un cambiamento di rotta da quelle che corrispondono a umori passeggeri o sono legate a fenomeni speculativi che non giustificano affatto modifiche nelle scelte di fondo.

2. L'aleatorietà nei tempi e nella quantità di raccolta di capitale di rischio

Le forti oscillazioni dei corsi azionari, purtroppo, non inducono solamente errori di prospettiva e di comportamento nel management. Alterano anche le condizioni oggettive di accessibilità del mercato azionario, aprendo possibilità di raccolta impensabili quando il mercato è in condizioni di euforia e chiudendo le porte anche a operazioni solide, quando il mercato è in discesa. Questo effetto di brusche aperture e di ancora più brusche chiusure del mercato ha conseguenze rilevanti per le imprese, in particolare per quelle che sono costrette a fare conto solo sul capitale di rischio per realizzare i propri programmi. Se il mercato può chiudersi repentinamente e senza preavvisi adeguati, come possono queste imprese pianificare le loro strategie finanziarie? Il rischio che incombe su di esse è quello di avere una forte e vincente strategia industriale, ma di trovarsi esposte alle incertezze circa la disponibilità di risorse finanziarie.

Per ovviare a questi rischi, alcune imprese hanno tentato di andare sul mercato in anticipo, nel momento più euforico, con una domanda di fondi largamente eccedente i fabbisogni previsti. Ma con questa strategia si sono trovate con liquidità ingente senza la possibilità di impiegarla adeguatamente per lungo tempo. Quelle imprese che non hanno perseguito questa strategia – o deliberatamente o perché si sono mosse troppo tardi – si sono trovate nella situazione opposta, schiacciate in una situazione di illiquidità pericolosa per la sorte dell'impresa e svantaggiosa per gli azionisti posti con le spalle al muro nel momento peggiore. Alcune di esse sono riuscite a uscire dall'angolo con sacrifici nel prezzo di quotazione.

Altre non sono nemmeno riuscite ad andare sul mercato, per il rifiuto del loro *global coordinator* a eseguire il collocamento, pur essendo l'operazione in pieno corso.

L'estrema
incertezza sulla
disponibilità del
mercato azionario ad
accogliere nuove
emissioni in periodi
come questo è un
dato con cui
misurarsi

L'estrema incertezza riguardo alla disponibilità del mercato azionario di accogliere nuove emissioni

in periodi come questi deve essere assunta come un dato del problema con il quale bisogna necessariamente misurarsi, sia attraverso un'attenta pianificazione dei fabbisogni finanziari, sia con una ancora più attenta gestione dei tempi di ricorso al mercato.

3. Il criterio dello *shareholder value* di fronte alla turbolenza del mercato

Se i corsi azionari si muovono in parte o prevalentemente in relazione a movimenti della domanda non dettati da argomenti economici ma da attese autoalimentate o sollecitate, come si può pensare di gestire l'impresa con la logica dello *shareholder value*?

Nel proporre questo modello di gestione si era inteso superare le limitazioni che derivano dall'assumere il reddito di impresa come parametro di valutazione della qualità della gestione. Il reddito di impresa è una grandezza di periodo che può essere manipolata, entro certi limiti, sia attraverso opportuni criteri di contabilizzazione (come la capitalizzazione di spese pluriennali) sia attraverso un rallentamento o un'accelerazione di componenti attive o passive di ricavo o di costo.

L'idea di abbracciare l'intero valore creato per l'azionista – non solo quello che emerge dal conto economico – sembrava un modo per dare alle scelte di gestione la giusta prospettiva, attenuando i rischi di scelte tattiche che, pur migliorando il reddito di esercizio, finirebbero con il ridurre il valore per gli azionisti.

Al di là delle obiezioni avanzate circa la logica di assumere come centrale l'azionista e non anche il cliente e il dipendente – obiezioni che in questa sede vengono tralasciate – il problema maggiore dell'adozione

di questo modello è sempre stato la difficoltà a misurare il valore per l'azionista. Per le aziende non quotate questo problema era ancora maggiore, posto che si presuppone di valutare nel corso del tempo la variazione del valore per gli azionisti con tecniche di valutazione del capitale economico.

Il problema sembrava molto più agevole per le imprese quotate, dato che il mercato azionario dovrebbe fornire – attraverso le quotazioni – una valutazione esterna dell'operato aziendale. Ma se le quotazioni non sono rappresentative del valore intrinseco, viene meno il metro.

4. L'aleatorietà dei piani di incentivazione basati sulle *stock options*

Nei tempi recenti, in relazione ai cambiamenti intervenuti nel contesto economico e in particolare alla rivoluzione indotta dalla nuova economia, si sono imposte forme di coinvolgimento del personale basate sulla condivisione degli utili o del valore creato per gli azionisti, attraverso

le *stock options*. Quest'ultimo sviluppo è strettamente correlato a quello esaminato nel punto precedente.

Ma se l'andamento dei corsi azionari non riflette i risultati di gestione, ma li supera o li sottovaluta, anche i piani di incentivazione basati su questi strumenti subiscono le stesse deformazioni di cui soffre il sottostante.

Nel momento in cui il mercato azionario è particolarmente euforico, gli incentivi aumentano anche senza meriti da parte dei beneficiari delle *stock options*; nel ciclo opposto, anche se il management ha fatto un eccellente lavoro, vede sparire gli incentivi, e non solo: vede vanificarsi anche il valore delle opzioni maturate ma non ancora entrate nella fase di esercizio.

Questo effetto altalena ha esiti particolarmente depressivi, perché alterna momenti di grande euforia – che possono anche indurre a cambiamenti negli stili di vita e nei modelli di spesa – con periodi di buio profondo, che può perfino accompagnarsi al rischio di perdita del posto di lavoro.

Titoli del Nuovo Mercato più lontani dai massimi	Prezzo in euro al 5/01/2001	Prezzo in euro ai max	Variazione dai max	Variazione dal collocamento
TISCALI	13,623	116,361	-88,3%	+196%
FINMATICA	33,4	175,89	-81%	+568%
CDB WEB TECH	8,269	42,074	-80,3%	-62,2% *
FREEDOMLAND	20,65	99,18	-79,1%	-80,3%
OPENGATE	27,21	128,767	-78,8%	+154,4%
EUPHON	53,87	71,32	-75,5%	-7,1%
EPLANET	25,27	81,67	-69%	-68,4%
CHL	27,03	84,51	-68%	-9,9%
EBISCOM	93,6	277,34	-66%	-41,5%
CAIRO COMM.	31,53	90,16	-65%	-51,5%
POLIGRAFICA S.F.	72,66	204,47	-64%	+96,3%
AISOFTW@RE	11,966	33,65	-64,4%	-53,9%
GANDALF	65,11	176,769	-63,1%	+66,9%
VITAMINIC	10,01	27,02	-62,9%	-61,5%
TECNODIFFUSIONE	28,44	75,871	-62,5%	+158%

* Si considera il prezzo teorico di scissione rettificato. La quotazione è avvenuta senza offerte di azioni