

Indice

Prefazione all'edizione italiana di <i>Giancarlo Forestieri</i>	pag. 9
Prefazione di <i>John C. Bogle</i>	» 19
Ringraziamenti	» 25
Introduzione	» 27
Parte prima Le cause e le conseguenze della veduta corta	
1. La nascita e lo sviluppo di un'idea	» 33
La tirannia della veduta corta	» 34
Dal capitalismo imprenditoriale all' <i>agency capitalism</i>	» 36
2. La veduta corta all'origine dell'attuale crisi finanziaria	» 44
Campanelli d'allarme	» 45
I colpevoli nel settore pubblico	» 47
I colpevoli nel settore privato	» 51
L'erosione di fiducia	» 61
3. La veduta corta nelle aziende	» 63
La legittimità del valore per gli azionisti	» 64
L'ossessione fuorviante per gli utili di breve periodo	» 68

SALVARE IL CAPITALISMO di Alfred Rappaport

L'ossessione per gli utili compromette il valore per gli azionisti	pag. 73
4. La veduta corta nel mondo degli investimenti	» 78
La misurazione della performance	» 80
Il fascino dei guadagni	» 81
I difetti del rapporto prezzo/utili per azione	» 83
L'efficienza dei mercati azionari	» 85
La saggezza della folla	» 88
Le possibilità di battere il mercato	» 90

Parte seconda Contrastare la veduta corta

5. Gli incentivi nelle aziende per la performance di lungo termine	» 95
Gli incentivi per gli amministratori delegati e per i senior executive	» 96
Gli incentivi per manager di unità operative	» 114
Gli incentivi per dipendenti a diretto contatto con i clienti	» 116
Conclusioni	» 120
6. Come diventare un'azienda che crea valore a lungo termine	» 122
Ottenere l'impegno	» 123
Le dodici prassi fondamentali messi in atto dalle aziende che creano valore a lungo termine	» 128
7. La riforma dei bilanci aziendali	» 142
Gli standard internazionali	» 143
Il tramonto della misurazione del reddito	» 144
Il rendiconto della performance aziendale (Corporate Performance Statement)	» 148
I vantaggi del rendiconto della performance aziendale	» 155

8. Gli incentivi agli investment manager per la performance di lungo termine	pag. 160
Conviene investire in fondi azionari gestiti attivamente?	» 161
Le commissioni per i fondi comuni di investimento	» 162
Le commissioni legate alla performance di lungo periodo	» 164
I rendimenti per il fondo e per gli investitori	» 170
Il rompicapo della misurazione della performance	» 174
Le misure della performance orientate agli investitori	» 176
9. Come rifocalizzarsi sui migliori rendimenti a lungo termine	» 181
Focalizzarsi su portafogli altamente concentrati	» 182
Individuare le aspettative del mercato contenute nei prezzi delle azioni	» 184
Identificare le migliori azioni	» 187

Introduzione

La maggior parte delle persone trova sempre più difficile mettere da parte sufficiente denaro per l'educazione dei figli o per la propria pensione. Le ragioni di questa preoccupazione non sono difficili da capire: viviamo più a lungo, la disoccupazione è diffusa, il carico fiscale in aumento, e non è chiaro come i programmi governativi, per esempio quello sull'assistenza sanitaria, garantiranno le cose che promettono. Coloro che risparmiano oggi i soldi per la pensione si trovano di fronte alla possibilità che i guadagni futuri sul mercato azionario siano nettamente inferiori a quelli di cui hanno potuto godere i loro genitori. Le persone dovranno risparmiare di più, ritardare il pensionamento e investire in maniera saggia per poter accumulare i capitali di cui hanno bisogno.

Nelle economie di mercato avanzate, i risparmiatori si avvalgono di manager aziendali e di investment manager per far fruttare i propri risparmi. Di conseguenza, gli azionisti si aspettano che i manager aziendali gestiscano le risorse a loro disposizione in modo da massimizzare il valore a lungo termine delle loro imprese e che i manager dei fondi d'investimento costruiscano portafogli che offrano il più alto rendimento, fissato il livello di rischio richiesto dal cliente. Gli incentivi attuali, tuttavia, normalmente premiano i manager per il rendimento a breve, anziché per la creazione di valore a lungo termine. Così troppi manager aziendali sono ossessionati dagli utili trimestrali e dal prezzo corrente delle azioni. Similmente, troppi investment manager, preoccupati dal fatto che un modesto rendimento a breve termine possa causare un ritiro degli investimenti nel fondo, si focalizzano eccessivamente sulla performance trimestrale in confronto ai loro benchmark e ai fondi concorrenti. Questi comportamenti non sono difficili da capire. Le persone fanno ciò per cui vengono ricompensate. Gli incentivi contano.

La veduta corta, l'ossessione per i risultati a breve termine indipendentemente dalle implicazioni sul lungo periodo, è stato uno dei fattori determinanti nella recente crisi finanziaria globale. Se la società non se ne oc-

SALVARE IL CAPITALISMO di Alfred Rappaport

cuperà, non soltanto questa miopia aggraverà le crisi future, ma comprometterà la vitalità dell'economia, la sicurezza finanziaria degli individui e il sistema del libero mercato. L'obiettivo principale di questo libro è di esaminare cause e conseguenze della veduta corta e di proporre soluzioni pratiche per combatterla.

La prima parte del libro prende in esame la veduta corta nelle aziende quotate in borsa e nel mondo degli investimenti.

Il capitolo 1 discute di come l'ossessione per la performance a breve termine comprometta seriamente il potenziale delle aziende, l'economia, e i risparmi che gli individui accumulano per le loro pensioni. Proceede poi ricostruendo l'evoluzione dell'economia dall'era del capitalismo imprenditoriale, nella quale i proprietari gestivano e i gestori possedevano, all'attuale forma di capitalismo, nota come "agency capitalism", nella quale a dominare nelle aziende quotate in borsa e sui mercati finanziari sono i manager aziendali e gli investment manager.

Il capitolo 2 mostra come enormi incentivi finanziari abbiano condotto compratori di case, consulenti immobiliari, erogatori di mutui, agenzie di rating, banche di investimento e investitori istituzionali a prendere rischi avventati e distruttivi che hanno contribuito ad alimentare la crisi finanziaria del 2007-2009. Ogni parte ha agito nel proprio interesse, rispondendo agli incentivi che aveva di fronte. Il problema essenziale è che il mondo degli affari non è riuscito ad adattare il modo di gestire le aziende, e in particolare i modi in cui compensa i manager, a un'economia in cui a dominare sono i manager professionisti, responsabili per i capitali di altri.

Il capitolo 3 spiega come l'onnipresente massima, "Operiamo per massimizzare il valore del titolo per gli azionisti", sia in conflitto con il modo in cui le aziende quotate in borsa in effetti operano. Massimizzare il valore significa focalizzarsi sui flussi di cassa, non sugli utili; significa operare sul lungo e non sul breve periodo; e soprattutto, significa che i manager devono considerare i rischi. Invece, molti manager sembrano ossessionati dal gioco delle aspettative degli utili trimestrali a Wall Street e dal valore di mercato delle azioni sul breve periodo. Questo capitolo risponde inoltre a quei critici che sostengono che operare per massimizzare il valore del titolo per gli azionisti sul lungo periodo porti a sfruttare clienti e dipendenti e a rigettare la responsabilità sociale delle proprie scelte, essendo per di più impraticabile visto che i mercati sono comunque orientati sul breve periodo.

SALVARE IL CAPITALISMO di Alfred Rappaport

Il capitolo 4 descrive come la misurazione trimestrale della performance per i manager dei fondi d'investimento incoraggi questi ultimi a preferire la sicurezza di un rendimento accettabile vicino ai loro benchmark piuttosto che a massimizzare i rendimenti degli investimenti sul lungo periodo. Paradossalmente, la paura di fare peggio dell'indice di riferimento produce risultati mediocri, visto che un fondo non può ottenere risultati veramente eccellenti senza deviare dal benchmark. Le misurazioni della performance sul breve periodo non solo incoraggiano la veduta corta, ma inducono altresì i manager a seguire il gregge anche quando sono convinti che un certo titolo sia sotto o sopravvalutato, esacerbando così bolle speculative e crolli nel valore di mercato.

La seconda parte presenta alcuni suggerimenti per ridimensionare la veduta corta, allineando gli interessi dei manager aziendali e dei fondi d'investimento a quelli dei loro azionisti e beneficiari.

Il capitolo 5 presenta la discrepanza esistente praticamente in tutte le aziende quotate in borsa tra gli stipendi dei manager e le loro performance. Il problema principale è rappresentato dalla pratica di premiare i dipendenti per la performance a breve termine anziché per la creazione di valore a lungo termine. Questo capitolo presenta piani di incentivi per gli amministratori delegati, per i manager che dirigono unità operative e per i dipendenti a diretto contatto con i clienti che incoraggiano ciascuno a focalizzarsi sulla creazione di valore a lungo termine, considerato come obiettivo principale dell'azienda.

Il capitolo 6 mostra come ottenere l'impegno del senior management e del consiglio di amministrazione e spiega come il beneficio di operare per il valore a lungo termine superi il rischio di una performance mediocre del prezzo delle azioni a breve termine. Si illustrano inoltre una serie di prassi adottate dalle aziende che creano valore nel lungo periodo.

Il capitolo 7 spiega perché i bilanci aziendali non sono riusciti a raggiungere il loro principale obiettivo, fornire agli investitori informazioni utili per stimare la grandezza, la scansione temporale e il rischio dei futuri flussi di cassa. Le modalità di misurazione proposte sopperiscono ai maggiori deficit del conto economico (*income statement*), separando i fatti osservabili (flusso di cassa storico) dalle incerte stime di flussi di cassa futuri (*accruals*). Viene inoltre proposto di utilizzare un intervallo per le stime, includendo il caso più probabile, una visione ottimista e una pessimista,

SALVARE IL CAPITALISMO di Alfred Rappaport

piuttosto che comprimere l'incertezza in una singola stima che serve solo a creare un'illusione di certezza.

Il capitolo 8 inizia con il mostrare che, poiché il management attivo è nettamente più costoso del management passivo, i fondi d'investimento gestiti attivamente in media avranno una performance peggiore dell'indice corrispondente. Dato che solo una piccola frazione di questi fondi riuscirà ad avere performance migliori del relativo benchmark per un periodo lungo, i fondi gestiti attivamente dovranno fare dei cambiamenti significativi se vogliono continuare ad attrarre investimenti in futuro. Una possibilità promettente è passare da tariffe basate sul valore di mercato degli asset dei clienti (tariffe non determinate dalla performance del fondo d'investimento) a tariffe basate sulla performance che facciano convergere gli interessi dei manager con quelli dei clienti di lungo periodo del fondo d'investimento. Il capitolo si conclude con una discussione sulla difficoltà di misurare la performance degli investment manager riuscendo a separare la capacità dalla fortuna.

Il capitolo 9 mostra come investment manager capaci, con orizzonti d'investimento a lungo termine possano nel tempo aumentare le possibilità di battere i loro indici di riferimento. Fondi molto concentrati con posizioni che li differenziano sostanzialmente da ampi indici di mercato tendono a produrre risultati migliori di fondi che semplicemente imitano i loro benchmark. Il capitolo mostra come gli investitori e gli investment manager possano formulare le previsioni di flussi di cassa implicati dal prezzo attuale delle azioni in modo da identificare le migliori opportunità per comprare e vendere.

Questo libro è rivolto a un pubblico ampio. È rivolto a persone che possono agire in prima linea nella battaglia contro la veduta corta: dirigenti aziendali, membri di consigli di amministrazione, investitori istituzionali, coloro che fissano gli standard contabili. Il libro si rivolge anche a impiegati, a consulenti, a investment banker, a chi si occupa di corporate governance e a tutti coloro che prestano servizio presso organizzazioni che hanno come scopo la creazione di valore. Infine, spero che anche politici, professori e studenti di economia, nonché lettori preoccupati per il loro futuro finanziario saranno persuasi della necessità di avere orizzonti a lungo termine, per un'economia più sana che porti benefici a tutti.