



Outsourcing e valutazione del valore economico dell'azienda

Alcune note critiche

di Stefano Ricci (*)

Nel corso dell'ultimo decennio i classici modelli di determinazione del valore delle aziende hanno evidenziato la propria costante incapacità di far fronte ad una serie di nuove caratteristiche strutturali e tipologiche delle entità oggetto di valutazione.

Queste difficoltà valutative sono senza dubbio riconducibili anche ai processi di terziarizzazione che hanno interessato, se pure in modo differenziato a seconda dei settori, tutto il sistema produttivo delle economie avanzate.

La sempre maggiore rilevanza del settore terziario nel contesto economico e sociale è un fatto chiaramente avvertibile ed indiscutibile. Detta preminenza è palesata da alcuni fenomeni, tanto di natura meramente quantitativa, quanto da alcuni altri, più interessanti ai nostri fini, di natura spiccatamente qualitativa. Tra i primi possiamo riscontrare, per esempio, una sempre maggiore crescita della domanda di servizi, la forza lavoro impiegata in proporzione agli altri settori, il valore aggiunto creato, tutte caratteristiche fondamentalmente assenti in economie meno sviluppate (1).

La seconda categoria di indici comprende invece alcuni aspetti tra i quali si segnala, in particolare:

- la sempre maggiore richiesta di servizi da

(*) *Tirocinante commercialista in Genova, collaboratore Dipartimento di Economia e tecnica delle aziende nell'Università degli Studi di Genova.*

(1) Si segnala tra gli altri, R. Cibin, *Terziarizzazione*, in AA.VV. (a cura di Lorenzo Caselli), "Le parole dell'Impresa", Franco Angeli Editore, Milano, 1995.

parte dell'impresa industriale, che tende ad offrire dei "sistemi integrativi di beni e servizi" (2);

- una sempre maggiore esternalizzazione di attività tipicamente legate ai servizi in precedenza svolte autonomamente, quali il *marketing*, la ricerca di base, la logistica, l'attività organizzativa aziendale o la gestione e la pianificazione finanziaria o amministrativa.

Si intuisce quindi già in questa sede, senza approfondire oltre aspetti che esulerebbero dallo scopo della presente trattazione, come queste caratteristiche abbiano creato delle difficoltà di utilizzo dei tradizionali criteri di valutazione, dovuti essenzialmente a due fattispecie tipologicamente autonome:

- l'introduzione sempre più massiccia di novità nel campo dell'organizzazione dei processi produttivi, in relazione alle mutate esigenze competitive. I processi stessi si sono profondamente evoluti, passando alla focalizzazione dell'attenzione dai prodotti e dalla funzione tecnico-produttiva di conoscenza e di soddisfacimento dei bisogni;

- la mutata percezione di alcune caratteristiche che, seppure da sempre presenti in ogni impresa, tendono solo oggi ad essere considerate quali competenze distintive e fattori di successo.

In un primo momento i problemi valutativi inerenti a queste fattispecie particolari erano relegati esclusivamente a realtà attive nel settore dei servizi e in alcuni peculiari campi, quali quelli delle tecnologie avanzate o nei prodotti di lusso, i cui processi produttivi risultavano assolutamente non assimilabili né comparabili con quelli più tipici e comuni dell'impresa manifatturiera.

Oggi si deve invece constatare come i processi di

(2) S. Cherubini, G. Eminente, *Dal prodotto al sistema passando per i servizi*, in "L'Impresa" n. 6/1986.

terziarizzazione in atto abbiano portato a riscontare queste tematiche in un numero di soggetti sempre più ampio, sino a ricomprendervi anche imprese industriali operanti in settori del tutto tradizionali.

Le innovazioni apportate dai processi di terziarizzazione, necessarie per la predisposizione di un'offerta integrata di beni e servizi, portano inevitabilmente a dei grossi problemi valutativi. Si è infatti già accennato in precedenza come, tra gli aspetti peculiari di detti processi, possa essere riscontrato il trasferimento all'esterno di alcune funzioni legate a servizi prima prodotti internamente.

Questo fenomeno è dovuto sostanzialmente a due motivazioni, differenti ma non necessariamente reciprocamente esclusive. In primo luogo è possibile che la scelta di *make or buy* sia dovuta solo a fattori di costo: l'impresa decide di esternalizzare perché trova, vista l'accresciuta offerta di servizi sul mercato, chi ha una struttura di costi più efficiente. La seconda motivazione è invece del tutto differente: l'accresciuta necessità di servizi, sempre più complessi e qualificati, obbliga l'impresa ad andare a ricercare sul mercato le competenze necessarie, non essendo più in grado di produrle autonomamente.

La pratica dell'*outsourcing*, come sinteticamente descritta, ha delle precise ma non univoche implicazioni sulla determinazione del valore d'azienda, che variano in modo sensibile a seconda del metodo di valutazione adottato (3).

Da un lato, se si analizza il valore con metodi di natura finanziaria o reddituale, dette pratiche potrebbero portare ad un aumento del valore generato dall'azienda stessa, direttamente dovuto in un guadagno di efficienza (minor costo) o di efficacia (miglior raggiungimento della soddisfazione del cliente).

Si deve però rilevare come all'esternalizzazione dei servizi consegua inevitabilmente lo "spossamento" di alcune funzioni aziendali, che non è detto sia neutro sotto il punto di vista valutativo a causa, principalmente, della perdita delle competenze ad esse inerenti. Con il termine competenze intendiamo un concetto estremamente ampio e non definibile aprioristicamente: ci riferiamo, per esempio, alle risorse umane, alle conoscenze autogenerate, derivate dall'adattamento delle conoscenze acquisite dall'esterno alle esigenze aziendali, o ai processi di apprendimento derivati dalla *routine*.

La perdita di dette competenze può generare la modifica, anche sostanziale, dei giudizi sul valore di una azienda ed in particolare:

- si perde buona parte della funzione di controllo: al massimo si riesce a valutare la bontà del

(3) Al fine di focalizzare l'attenzione esclusivamente sulle problematiche oggetto dello studio, assumeremo per semplicità l'esistenza di due sole categorie di sistemi di valutazione, ovvero quelle basate sui flussi e quelle a base patrimoniale, pur consapevoli che all'interno delle stesse, siano rinvenibili fattispecie differenti, con autonome caratteristiche e peculiarità, che però ai nostri fini risultano sostanzialmente ininfluenti.

servizio che si acquista, ma non dei processi con cui è generato e della loro rispondenza alle esigenze aziendali;

- si rischia di dipendere, anche per dei servizi "strategici", da fornitori esterni, che tenderebbero a porsi in posizione dominante nei confronti dell'azienda oggetto di valutazione;

- ricostituire le competenze perse non sempre è possibile e, quando anche lo sia, certamente il processo sarà estremamente dispendioso, tanto in termini di costi quanto di tempo.

L'incidenza sul valore di un'azienda dello spossamento in oggetto non è però facilmente determinabile, soprattutto in relazione al tipo di funzione esternalizzata; in particolare tanto minore sarà l'incidenza sul valore quanto più:

- i servizi ad essa corrispondenti sono despecializzati o fungibili;

- siano presenti più soggetti in grado di fornirli.

Al contrario le ripercussioni sul valore saranno tanto maggiori quanto più:

- il servizio richiesto è estremamente sofisticato e quindi esistono pochi soggetti in grado di fornirlo;

- per produrre il predetto servizio (o continuare a produrlo) esistono barriere all'ingresso notevoli (investimenti, regolamentazioni amministrative);

- per produrre il servizio servono competenze a loro volta non facilmente reperibili sul mercato.

I metodi di valutazione basati sui flussi hanno difficoltà a recepire questo minor valore, in quanto di norma sono influenzati da un'ottica di medio breve periodo (4). Al fine di aggirare questo problema, in dottrina sono rinvenibili due strade differenti:

- si può maggiorare il tasso di attualizzazione, per renderlo congruo con il maggior rischio aziendale particolare, a causa delle situazioni di incertezza sulla stabilità delle future forniture di servizi (5), applicando la seguente formula:

$$W = \frac{R}{i_1} \text{ con } i < i_1$$

(4) Nei sistemi di valutazione basati sui flussi, per esempio, assai raramente si prendono in considerazione previsioni relative a periodi oltre i 5 anni, in quanto sono unanimemente considerate poco attendibili.

(5) Il tasso di attualizzazione è sostanzialmente influenzato da tre fattori: il tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio (r), e la remunerazione per il rischio (s), che comprende a sua volta il rischio proprio dell'azienda ed il rischio ambientale, ovvero il rischio connesso al mercato in cui l'impresa opera. Per una più accurata disamina del problema si consiglia L. Fadda, *Il tasso di attualizzazione nella valutazione dell'impresa*, Milano, Giuffrè, 1994.

dove consideriamo W il valore economico di un'azienda, R il reddito medio normalizzato della stessa ed i il tasso di attualizzazione;

- si possono rettificare i ricavi dei singoli esercizi con un onere figurativo pari alle spese che si dovrebbero sostenere per poter conservare le competenze distintive tipiche dei processi che si esternalizzano (6), applicando quindi:

$$W = \frac{R - CF}{i}$$

dove CF rappresenta i costi figurativi necessari per il mantenimento della funzione.

Questi sistemi si basano su presupposti completamente differenti, in quanto valutano il primo il rischio che la società non si trovi più in grado, in futuro, di generare reddito in misura soddisfacente, mentre il secondo attualizza, ripartendoli su più esercizi, eventuali maggiori costi futuri.

Non ritengo sia ragionevole utilizzare contemporaneamente questi correttivi, in quanto sarebbe relativamente facile cadere nella trappola della duplicazione dei valori. Sarà invece più opportuno utilizzare il primo sistema qualora si ritenga che la scelta dell'esternalizzazione sia obbligata, e quindi, sostanzialmente irreversibile, in questo caso infatti l'evenienza di non essere più in grado di produrre rappresenta un vero e proprio rischio, opportunamente valutabile attraverso il tasso di attualizzazione.

Al contrario il secondo è più indicato qualora l'*outsourcing* sia dovuto a scelte dettate dalla volontà di snellire l'azienda o da motivazioni di tipo esclusivamente economico, che si rilevino quindi almeno potenzialmente reversibili. In questo caso non si tratta di un aggravio del rischio aziendale in senso stretto, bensì dalla presenza di futuri e potenziali costi.

Per quello che riguarda i criteri a base patrimoniale, si deve rivelare come essi non siano sostanzialmente influenzati da alcun aspetto relativo all'esternalizzazione di servizi aziendali. Per le motivazioni sopra enunciate (maggiori costi o rischi) sarà comunque opportuno, anche in questo caso, introdurre dei criteri di rettifica del patrimonio netto dell'azienda oggetto di valutazione. In particolare si ritiene necessario valutare l'eventuale "costo di sostituzione" del servizio. Esso dovrà ricomprendere i costi necessari per la reinternalizzazione della funzione, quali le spese per gli impianti, per l'addestramento del personale, per l'acquisizione all'esterno del sapere necessario per il raggiungimento degli obiettivi posti.

Questo costo di sostituzione dovrà essere a sua

(6) È infatti frequente che, soprattutto nel caso di esternalizzazione di servizi strategici, quale la R. & S. o il *marketing*, vengano mantenute delle funzioni interne, se pure assolutamente non necessarie se non per mantenere un minimo di competenze.

volta rettificato, sia per tenere conto del fattore fiscale ad esso relativo (7), sia in quanto detto costo è solo potenziale (8), in quanto non è certo l'accadimento di un evento tale da giustificare la necessità o l'opportunità di reinternalizzare i processi.

Utilizzando i classici criteri di valutazione si potrebbe esprimere la formula:

$$W = PN + K - [CS \times (i - t) \times p_n \times (1 - i)^n]$$

dove PN è il patrimonio netto contabile, K è il parametro di rettifica delle valutazioni a base patrimoniale, CS sono i costi di sostituzione del servizio, t è l'aliquota media impositiva nei successivi n anni, p_n è la probabilità che nei successivi n anni accada un evento tale da obbligare a reinternalizzare la funzione stessa ed i un tasso di sconto privo di rischio, che valuta esclusivamente il decorso del tempo.

Le problematiche inerenti all'esternalizzazione sopra analizzate sono assimilabili, sotto diversi punti di vista, anche al caso di aziende che, seppure unitarie sotto il punto di vista funzionale, sono strutturate in modo tale da apparire composte da più soggetti giuridicamente autonomi.

L'esistenza e le caratteristiche di reti di aziende più o meno formalizzate è argomento oggetto, già da tempo, di accesi dibattiti in dottrina (9). Ai fini della presente trattazione vogliamo conferire al termine rete un'accezione estremamente ampia, tale da ricomprendere fattispecie fondamentalmente differenti ovvero:

- i gruppi di imprese: l'attività imprenditoriale, anche di media o piccola scala dimensionale tende ad essere sempre più raramente esercitata con una struttura unitaria, privilegiando forme più complesse di gruppi (10), in cui si assiste alla presenza di più soggetti giuridici autonomi ma di un unico soggetto economico;

- il fenomeno per cui l'esternalizzazione, irreversibile e permanente non di alcuni, bensì della

(7) Il calcolo della rettifica fiscale può non essere agevolissimo, in quanto dobbiamo considerare che il "costo di sostituzione" è difficilmente definibile autonomamente, in quanto è relativo oltre che ad impianti, che sono ammortizzabili, e a spese d'esercizio, tutte deducibili, anche a costi a loro volta ibridi come le spese di ricerca o di *start-up*, la cui classificazione fiscale spesso non è certa.

(8) Evidentemente si dovrà considerare il costo ponderandolo con la probabilità che si verifichi uno degli eventi sopra descritti in un ragionevole periodo di tempo.

(9) Si vedano a questo riguardo R. Varaldo, *L'impresa distrettuale*, Franco Angeli, Milano, 1994 e AA.VV. (a cura di R. Varaldo), *Ristrutturazioni industriali e rapporti tra imprese*, Franco Angeli, Milano, 1979.

(10) A questo riguardo si segnalano P.M. Fernando, *Gruppi di imprese*, in "Le parole dell'Impresa" op. cit. e L. Caselli, P.M. Fernando, A. Gozzi, *Il gruppo nell'evoluzione del sistema aziendale*, Milano, Franco Angeli Editore, 1991.

maggior parte dei subprocessi aziendali da parte di un'impresa, secondo le modalità e le cause viste in precedenza, può causare dipendenze esterne di tipo strutturale;

- lo sviluppo, in particolari casi, come quello italiano dei distretti industriali, di attività economiche avvenuto in base a dei principi non solo di competizione, bensì anche di collaborazione, cooperazione e condivisione di risorse e conoscenze (11).

Le fattispecie in esame sono in effetti molte dissimili tra loro, basti pensare che nel primo caso si tratterà di imprese facenti riferimento ad un unico soggetto economico, mentre negli altri casi le imprese sono non solo formalmente ma anche sostanzialmente autonome (12). Ciononostante esisteranno delle particolari problematiche comuni, legate alla valutazione della singola società inserita in un *network* di questo tipo.

A prescindere dalle dipendenze più o meno marcate di natura giuridica, quello che interessa nel nostro caso è l'indipendenza di tipo economico o funzionale che necessariamente un'impresa deve possedere.

La valutazione è infatti sempre di "capitale economico", ovvero sempre relativa ad un'impresa in funzionamento, dotata di una autonoma vitalità (almeno potenziale). A questo fine è opportuno rilevare come spesso, soprattutto all'interno di gruppi, vengano create società di fatto prive di un'autonomia funzionale od operativa, in quanto esclusivamente "ancillari" rispetto alle altre attività del gruppo, non tali quindi da generare una autonoma attività imprenditoriale.

In questi casi, al fine di una corretta valutazione, ritengo sia rilevante lo studio della figura del potenziale acquirente (13).

Nel caso si tratti di un mero investitore finanziario, caso che appare a dire il vero in questo contesto esclusivamente di scuola, si pongono due soluzioni alternative. Se l'impresa fa parte di un gruppo si dovrà ritenere necessario valutare l'azienda

(11) Per una disamina più accurata si segnalano M. Bellandi, *Sistemi territoriali di imprese*, in "Le parole dell'Impresa", *op. cit.*

(12) È opportuno comunque segnalare che la distinzione è più labile di quello che si può ritenere di primo acchito: anche sotto il punto di vista strettamente giuridico, si è arrivati a ritenere sussista un vero e proprio controllo anche nel caso in cui, a causa di particolari condizioni o rapporti contrattuali, si assista ad un dominio dell'impresa da parte di un'altra.

(13) Questa affermazione è in netto contrasto con quanto sostenuto dalla maggioritaria dottrina aziendalistica italiana, secondo la quale il valore economico del capitale è una grandezza per sua natura neutra ed indipendente da ogni valutazione di tipo soggettivo. Volendo approfondire questa tematica si segnala S. Ricci, *Il requisito dell'oggettività nelle valutazioni aziendali: alcune note critiche*, in "Impresa c.i." n. 2/2000, pag. 204 e *Il paradigma comunicativo del valore*, in "Impresa c.i." n. 5/2000, pag. 754.

con finalità esclusivamente liquidativa, analizzando quindi solo il valore di mercato dei beni e dei diritti che singolarmente la compongono.

Trattando invece di vere e proprie reti, e quindi di società non facenti riferimento ad un unico soggetto economico, si dovrà ponderare attentamente il rischio potenziale di essere estromessi dal *network* da cui di fatto si dipende, tenendo in considerazione quindi eventuali accordi o contratti miranti a rendere stabili i rapporti in esame.

I fenomeni sopra esposti hanno il loro apogeo nelle organizzazioni virtuali o effimere, organizzazioni cioè, prive di una struttura materiale, che si affidano integralmente a soggetti esterni per lo svolgimento di ogni funzione propria dell'attività imprenditoriale.

Qualcuno ha parlato a questo riguardo di attività d'impresa senza azienda o, meno radicalmente, di imprese il cui unico fine è quello della coordinazione ed il controllo in contesti di gruppi *non corporate* (14).

Al fine di una corretta valutazione con metodo patrimoniale dell'azienda operante in questi contesti sarà senza dubbio necessario inserire delle poste rettificative negative di patrimonio netto, anche se in dottrina non è ad oggi rinvenibile alcuna teoria convincente riguardo la determinazione di detto valore. Personalmente ritengo sia opportuno escludere, in questi casi, che la valutazione vada effettuata in base a postulati meramente liquidativi, essendo evidente come in effetti l'entità oggetto di valutazione sia dotata di una propria autonoma vitalità economica, seppure caratterizzata da una dipendenza nei confronti di soggetti esterni.

Mi parrebbe corretto, volendo attuare comunque una linea di condotta prudentiale, rettificare il patrimonio netto, calcolato in base al valore effettivo, con una posta pari alla differenza tra detto valore effettivo e quello calcolato ai fini liquidativi, ridotto di una percentuale rappresentativa dell'incertezza che si verifichino quelle situazioni tali da compromettere la vitalità dell'impresa. Detta percentuale dovrà quindi rappresentare sia il decorso del tempo intercorrente tra la data di valutazione e l'evento in oggetto, sia la probabilità che l'evento si verifichi (15).

Utilizzando metodi di tipo finanziario appare invece corretto aumentare, anche in modo sensibile, la componente relativa al rischio specifico del tasso di attualizzazione.

Più complesso il caso in cui l'impresa venga

(14) Si assisterebbe cioè ad un'attività assimilabile alla *holding* industriale, senza che vi siano però rapporti di controllo societario di diritto, o *corporate* appunto.

(15) Si può quindi ritenere che il coefficiente di correzione sia pari a 1 - coefficiente di attualizzazione ad un tasso privo di rischio per un periodo determinato - somma delle probabilità che l'evento si realizzi nello stesso periodo di tempo.

acquisita da un operatore per integrarla nel proprio gruppo, al fine di renderla ad esso propedeutica. In questo caso ritengo sia necessario procedere ad una valutazione basata sull'attualizzazione di flussi, preferibilmente rettificati, determinati con il metodo dei redditi differenziali: si sconteranno cioè i maggiori ricavi, al netto degli eventuali maggiori costi che, per effetto dell'integrazione della nuova azienda nel gruppo, sarà possibile ottenere. Molto spesso capita che dette imprese "ancillari" siano finalizzate non tanto al perseguimento di maggiori ricavi, quando più alla diminuzione di costi, per cui in questi casi sarà più opportuno parlare di analisi di costi differenziali.

In caso di valutazioni basate su criteri a base patrimoniale non si potranno sostanzialmente problemi in quanto la valutazione seguirà gli ordinari criteri.

Sino ad ora abbiamo cercato di dare singole risposte a singole ed autonome fattispecie concrete. I problemi valutativi sono in realtà ben più elevati.

A questo riguardo, si può porre la questione per cui valutando le singole poste, come abbiamo fatto sino ad ora, si rischiano delle duplicazioni di valori: pensiamo al caso della valorizzazione di alcuni *intangibles*, legati alle conoscenze acquisite, e contestualmente al fattore personale, o alla valorizzazione della capacità di un'azienda di produrre sovraredditi rispetto alla concorrenza e contestualmente inserire un premio per l'attività di *marketing* e così via.

Inoltre si deve rilevare come ad ogni singolo problema si è cercato di fornire più risposte, a seconda delle differenti metodologie di analisi del valore. In questo contesto dette singole e concrete risposte rischiano però di apparire assolutamente incoerenti se considerate congiuntamente alle altre problematiche inerenti all'azienda in oggetto.

Si dovrà, quindi, preventivamente procedere alla scelta del criterio di determinazione del valore da adottare, che medi tra le varie problematiche che scaturiscono dalla concreta valutazione.

Non ci dobbiamo dimenticare, infatti, che determiniamo il valore non di un bene, bensì di un'a-

zienda, ovvero un insieme di beni e diritti teleologicamente legati per lo svolgimento di un'attività imprenditoriale, ovvero alla creazione di valore, per cui anche la valutazione dovrà evidentemente ed inevitabilmente essere finalizzata a definirne globalmente il valore.

In relazione a quanto esposto, pur senza volersi addentrare nel merito della diatriba sulla premienza, in generale, di un metodo di valutazione sugli altri, appare evidente la maggiore confidenza dei metodi basati sui flussi rispetto a quelli a base patrimoniale.

I criteri patrimoniali sono infatti legati alla valutazione di ciò che l'impresa è, valutazione che abbiamo visto essere estremamente difficoltosa, soprattutto quando non si valutano beni nel senso strettamente giuridico del termine, come la conoscenza, il sapere, l'organizzazione, la capacità di creare innovazione, o quando è necessario valorizzare un'organizzazione o una struttura produttiva, o anche solo dei rapporti contrattuali o di fatto.

Dette valorizzazioni sono invece effettuate quando si valuta l'azienda per ciò che può generare in futuro in termini di ricchezza, a prescindere dal parametro a cui noi assimiliamo la ricchezza, ovvero reddito, reddito, spendibile o flussi di cassa.

I metodi finanziari sono poi gli unici criteri realmente universali, per un triplice ordine di motivi. Il primo è la diffusione che hanno trovato in tutti i Paesi e tra tutte le categorie di esperti. L'universalità è inoltre teleologica, in quanto i criteri possono essere utilizzati per tutti i fini e gli obiettivi inerenti alla valutazione d'azienda. In ultima analisi l'universalità deve essere vista come possibilità di essere indistintamente applicabile ad aziende anche molto differenti tra loro, caratteristica particolarmente apprezzata in un contesto come quello dei servizi, in cui mancano dei modelli tipici di riferimento per ciò che concerne le modalità organizzative e produttive.