



il paradigma comunicativo del valore

L'attenzione degli studiosi in materie aziendali si è sempre soffermata, nel campo delle valutazioni d'azienda, sulle metodologie di determinazione quantitativa del valore, tralasciando in modo pressoché sistematico le problematiche inerenti la sua comunicazione. Il presente studio ha come scopo, una volta dimostrata la necessità di comunicazione esterna del valore, di fornire alcuni spunti di analisi e note critiche utili per la riformulazione di un paradigma del valore che definiremo, appunto, comunicativo.

di **Stefano Ricci**

Tirocinante commercialista in Genova, collaboratore Dipartimento di Tecnica ed Economia delle Aziende, Università degli studi di Genova

1. Aspetti preliminari

Nel campo dell'analisi del valore economico di una azienda, l'attenzione degli studiosi delle scienze e tecniche aziendali si è sempre soffermata sulle modalità di determinazione quantitativa di detto valore, tralasciando in maniera pressoché sistematica le problematiche relative alla sua comunicazione.

Questo fatto non deve stupire se si constatano, nel panorama professionale e scientifico italiano, le motivazioni a cui tipicamente è ispirata la valutazione d'azienda.

Volendo schematizzare, i casi più frequenti di determinazione del valore possono essere determinati come segue:

1) *Procedure di cessione di aziende* - In questi casi sia compratore che venditore faranno redigere perizie di stima che rappresenteranno il valore soglia (rispettivamente massimo e minimo) nel *range* delle trattative. È evidente che entrambe le parti avranno tutti gli interessi a che non si diffondano i valori da loro determinati al fine di trarre il maggior vantaggio possibile da dette trattative.

2) *Operazioni straordinarie* - Spesso è lo stesso legislatore nazionale a prevedere l'obbligo di redazione di perizie di stima, e talvolta la pubblicità obbligatoria come nei casi di fusioni, incorporazioni e conferi-

menti. In questi casi, pur essendo in presenza di una vera e propria pubblicità legale, e quindi di comunicazione esterna del valore, è necessario tenere in considerazione che tali valutazioni finiscono per essere assai poco rappresentative delle metodologie di comunicazione o anche solo di determinazione del valore, in quanto sono maggiormente legate ad aspetti contrattuali ed alle decisioni inerenti le politiche di gruppo sottostanti, più che a rigorose tecniche aziendalistiche di analisi.

3) *Valutazioni a fini fiscali* - Premesso che tutte le perizie di cui al punto precedente hanno inevitabilmente anche un riscontro di natura fiscale di particolare attualità è il problema delle valutazioni effettuate ad esclusivi fini fiscali, in seguito alla riforma della tassazione dei *capital gain*. A questo riguardo si deve far presente che tali valutazioni sono il risultato quasi esclusivo di calcoli di convenienza fiscale in cui, senza tenere in considerazione i casi di manifesta mancanza di veridicità della perizia, spesso la metodologia di analisi è scelta in base alla maggiore rispondenza agli obiettivi di ottimizzazione impositiva prefissati più che in relazione alla tipologia di azienda analizzata, seppur sempre nei limiti della correttezza formale.

In questo contesto è evidente che la comunicazione del valore abbia o una validità esclusivamente endoaziendale o, laddove invece sia necessaria visti i particolari criteri adottati per la redazione delle perizie, non saranno meritevoli di alcun approfondimento di tipo dottrinale, almeno in questa sede.

Ritengo sia utile, al fine di sgomberare il campo da possibili fraintendimenti, identificare, seppur in via di

estrema sintesi e limitatamente alle finalità che lo studio vuole perseguire, il concetto di comunicazione del valore.

Con questa locuzione intendiamo identificare il processo di trasferimento all'esterno di quella serie di informazioni che, noto il modello di determinazione del valore, ne rendono riproducibili i risultati.

Il processo di comunicazione esterna del valore si comporrà quindi di due fasi autonome e necessarie, ovvero la determinazione del valore, mediante procedimenti coerenti con la finalità comunicativa dello stesso, e la sua trasmissione all'esterno, corredato di tutte le informazioni richieste per una verifica ed eventuale rielaborazione.

A questa prima accezione si contrappone in modo deciso un secondo filone dottrinale, senza dubbio ormai obsoleto, che vede la comunicazione del valore come mero trasferimento all'esterno di un dato calcolato, al fine di renderlo noto o quantomeno conoscibile da parte di chiunque ne abbia un concreto interesse.

Volendo intendere in modo ancora più ampio la comunicazione del valore, alcuni autori sostengono invece che questa esigenza possa essere soddisfatta anche mediante il trasferimento di tutti i dati e le informazioni di natura contabile ed extracontabile reputati generalmente sufficienti per una corretta determinazione, effettuata da soggetti terzi, del valore della società oggetto di analisi.

Fatte queste premesse pare quindi opportuno riformulare un "paradigma del valore", ponendo al centro della nostra analisi l'approccio informativo richiesto dalle valutazioni d'azienda considerate nel presente studio.

In primo luogo è bene chiarire come con il termine paradigma intendiamo (1) quell'insieme di concetti, problemi, postulati, ipotesi, acquisizioni teoriche ed implicazioni, generalmente adottate ed accettate da una larga parte degli studiosi, ed interconnessi in modo sistemico, così da fornire a ciascun interprete gli strumenti per la redazione di un modello del valore.

In pratica si rende necessario individuare la finalità della valutazione, sia sulla base dei beneficiari di queste informazioni, che possono essere i più diversi (finalità soggettiva), sia, in subordine, in relazione alle differenti modalità di utilizzo di queste informazioni (finalità oggettiva).

Stabilito cosa intendiamo per valore, il passo successivo da compiere limitatamente al nostro studio e coerentemente con le finalità che si vogliono perseguire, sarà la scelta, effettuata per mezzo di una analisi critica dei vari modelli di determinazione del valore più frequentemente utilizzati, non tutti ugualmente comunicabili, di una funzione del valore utile ai nostri scopi.

L'informativa del valore dovrà infine essere corredata da tutti gli *input* della funzione, in assenza dei quali, come abbiamo visto, mancherebbe la riproducibilità, e quindi la rilevanza, del valore determinato.

(1) Espressione liberamente mutuata dalla scienza politica, utilizzando in modo pressoché identico la definizione di paradigma scientifico data da Kuhn, *The structure of scientific revolution*, University of Chicago Press, Chicago, 1977.

2. La rilevanza della comunicazione e le sue finalità

Fatte le necessarie premesse metodologiche appare quindi lecito chiedersi se possa essere effettivamente utile, ed in caso affermativo quando, comunicare all'esterno il valore di un'azienda.

Per verificare questo dato, che rappresenta un assioma imprescindibile ai fini del nostro studio, ritengo opportuno scindere il problema in due aspetti: l'importanza dell'utilizzo del valore come strumento di analisi e gestione aziendale, e l'opportunità della sua comunicazione.

Per quello che riguarda il primo aspetto, il "valore" come strumento di analisi ha alcuni vantaggi innegabili rispetto ad altri strumenti più tradizionali. In primo luogo il valore, proprio perché riferito ad una azienda in funzionamento, cogliendone la necessaria caratteristica di continuità e di divenire incessante, possiede la caratteristica di essere spiccatamente orientato al lungo periodo, e conseguentemente di essere poco influenzato da situazioni transitorie, quali, a mero titolo di esempio, temporanee crisi di liquidità, o momenti ciclici particolarmente favorevoli o sfavorevoli nei mercati di materie prime o prodotti finiti.

In secondo luogo l'analisi del valore è per propria natura la più completa, in quanto è finalizzata ad individuare un concetto di "ricchezza generata" generalmente più ampio di quello rappresentato nei bilanci delle imprese, sia per il precetto civilistico della prudenza che li caratterizza (2), sia per la mancata valorizzazione di poste immateriali o, nel caso di valutazione "strategiche", addirittura di poste che possiamo definire soltanto potenziali.

Il valore inoltre trascende completamente dalle politiche di bilancio messe in atto dagli operatori oggetto di analisi, politiche che invece tendono ad influenzare in modo più diretto e pesante alle forme di analisi che vedono nel bilancio civilistico un punto di partenza irrinunciabile (3).

Anche per i motivi esposti più sopra, l'analisi del valore è in grado di svolgere un fondamentale ruolo come strumento di gestione, ed in particolare di pianificazione e controllo. La motivazione di questa affermazione è immediatamente intuibile se analizziamo il fine tipico a cui è ispirata la realtà aziendale, ovvero l'incessante e perpetua creazione (4) di ricchezza, o va-

(2) Basti citare l'iscrizione a bilancio dei costi storici per le immobilizzazioni, della valutazione Lifo dei magazzini o della limitazione nella valorizzazione patrimoniale di risorse immateriali, soprattutto se autogenerate.

(3) A questo riguardo è interessante la puntualizzazione dell'Onida: "notiamo subito che l'attitudine dell'impresa a fruttare utili o, come si dice, la sua redditività, mentre non costituisce l'unico fattore di che concorre a determinare valore di scambio dell'impresa, talora può anche non rientrare tra i fattori che determinano quel valore...".

(4) Porter a questo riguardo ha schematizzato l'attività dell'azienda, intesa come sistema, ed in particolare la sua attitudine a produrre valore attraverso la "catena del valore". In un suo scritto *Dal vantaggio competitivo alla strategia aziendale*, del 1987, ha puntualizzato: "per riuscire a capire il ruolo della connessione tra le aziende all'interno della strategia generale d'impresa, dobbiamo dare un nuovo significato a questa idea; spesso mal definita. A questo punto ho individuato un buon punto di partenza: la catena dei valori".

lore (5), *in primis* per gli azionisti, ed in subordine per tutti gli altri *stakeholders*, portatori di interessi specifici.

Se l'attività aziendale deve essere teleologicamente mirata alla creazione di valore sarà quindi necessario che anche le funzioni di pianificazione e programmazione, e correlativamente i meccanismi di controllo, siano incentrati sulla misurazione e studio delle variazioni intervenute nel valore stesso.

Già a questo punto appare chiara la necessità, a dire il vero avvertita già da numerosi anni, soprattutto nel panorama anglosassone, di una analisi del valore per così dire interna.

Benché ad una prima analisi questi aspetti parrebbero non riguardare il fine di questo studio, in effetti dobbiamo sottolineare come già queste forme di analisi del valore debbano possedere alcune caratteristiche che vedremo essere tipiche della funzione comunicativa del valore, ovvero, nel dettaglio:

- valutazioni di questo tipo devono essere necessariamente formalizzate, per potere essere compiutamente utilizzate;

- non si tratta mai di valutazioni *una tantum*, ma possiedono necessariamente il carattere della continuità, al fine di fornire una necessaria base di analisi;

- le valutazioni sono in effetti destinate ad essere comunicate, seppur limitatamente ad alcuni soggetti quali azionisti di riferimento, amministratori, consulenti.

Molto più controversa è invece l'opportunità della comunicazione più propriamente definibile come esterna del valore, ovvero la trasmissione indistinta e non limitabile di detti valori.

È evidente che, a questo riguardo, possono collidere due interessi differenti, quello del mercato, per il cui miglior funzionamento sarebbe richiesta la piena trasparenza e quindi la conoscenza di ogni informazione inerente alla società, e quello dell'impresa oggetto di valutazione. Questa reticenza nella comunicazione dei dati si può ascrivere a diversi motivi, tra cui la difesa dei dati sensibili della propria attività, la tutela delle proprie competenze, o anche soltanto di studi e ricerche di mercato legate ai programmi di sviluppo futuri, nonché il caso, nella realtà corrente non del tutto marginale, dei problemi di comunicazione di dati pesantemente negativi.

Nonostante questo *trade-off* abbastanza marcato sono comunque riscontrabili dei grossi vantaggi nella comunicazione esterna del valore per tutti i soggetti legati al processo economico dell'azienda. In particolare, visto il taglio del presente studio, ci limiteremo ad analizzare i soli vantaggi per la società oggetto di analisi, tra cui possiamo sottolineare i seguenti:

- in caso di valutazione della capacità di credito di un'azienda, l'attitudine a rappresentare la situazione

(5) Si deve sottolineare come ricchezza creata e valore creato si possono considerare come sinonimi nel caso di attività lucrative. È possibile in ogni caso riscontrare la medesima relazione tra missione aziendale e creazione del valore anche in altri settori, quali in *non profit*, o terzo settore, ed addirittura nell'azienda pubblica. In questi casi manca però la relazione tra ricchezza generata e valore.

economico-finanziaria di lungo periodo, ponderando in maniera corretta stati eccessivamente positivi o di momentanea difficoltà, non può che comportare un miglioramento dei rapporti tra finanziatori ed impresa. Christine Botosan (1997) ha messo addirittura in evidenza come, in base a studi compiuti su aziende di piccole o piccolissime dimensioni, una maggiore diffusione di informazioni, e segnatamente di informazioni necessarie per la determinazione del valore, determina nel 70% dei casi una diminuzione del costo del capitale per le medesime aziende;

- nel caso di società quotate in borsa la comunicazione del valore esterno tende a diminuire la varianza e ad approssimare all'unità il grado (6) di diffusione borsistica (7) della stessa, con innegabili vantaggi per risparmiatori, che riconoscono un maggior carattere di stabilità della società, e soprattutto per la società oggetto di valutazione che avrà maggiore (o più economico) accesso al risparmio. Il mercato inoltre esige dai *manager* ogni sforzo per massimizzare il valore, premiando le società che più ne generano e, necessariamente, punendo quelle che lo distruggono; in questo contesto è evidente che la comunicazione esterna del valore ha una funzione insostituibile per essere accettati dalla comunità finanziaria;

- l'analisi del valore creato permette possibilità molto evolute di valutazione dell'operato del *management*, nel contesto di gestione ispirata al *Management By Objective*;

- la capacità di identificare valori di tipo potenziale, scarsamente evidenziati dai dati meramente contabili è elemento in generale valutato positivamente da tutti gli *stakeholders*, in quanto permette, in via generale, una più approfondita conoscenza della realtà aziendale con cui si intrattengono rapporti, a cui è associata una migliore accettazione nel microambiente competitivo;

- l'analisi del valore permette di valutare correttamente le singole strategie, con il metodo della comparazione differenziale tra valori.

Tutte le considerazioni fatte sino a questo punto possono essere sintetizzate in un assioma di carattere generale, che sottolinea la necessità della comunicazione del valore: il suo studio appare un mezzo imprescindibile ed irrinunciabile sia di analisi e controllo della gestione ordinaria, sia come strumento di scelta in sede di operazioni straordinarie, in quanto si tratta di strumenti per governare l'incertezza tipica dello svolgimento di ogni attività economica per ridurre o quantomeno controllare il rischio d'impresa. Poiché l'azienda interagisce necessariamente con una serie cospicua di soggetti che condividono, seppur in modo diversa-

(6) Per quello che concerne i nostri fini l'Indice di diffusione borsistica di un data azienda sarà pari al quoziente tra il valore ottenuto capitalizzando i prezzi di borsa e quello determinato come valore economico del capitale. È evidente che quanto più il valore sarà maggiore dell'unità tanto più il mercato sopravvaluterà l'azienda, mentre con dati compresi tra 0 e 1 la società verrà trattata a sconto.

(7) Guatri, *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1990, pagg. 31 e seguenti.

mente graduato ed indirettamente, il rischio d'impresa, sarà necessario dotare tutti questi soggetti di strumenti idonei a misurare le *performance* dell'ente con cui agiscono, in relazione ai rischi in essere, comunicando il risultato delle analisi sopra identificate.

In conclusione può risultare interessante fare qualche considerazione sull'oggetto della comunicazione. In particolare, dando per scontata la necessità dell'analisi del valore e della sua comunicazione, ci si può chiedere se i valori determinati a fini interni debbano essere gli stessi comunicati all'esterno.

La corretta risposta, a parere di chi scrive, è intermedia: il processo di determinazione del valore da cui scaturiscono i flussi di informazioni verso l'interno e verso l'esterno, devono necessariamente essere i medesimi: non sarebbe suffragato da nessuna logica, salvo quella di voler fornire informazioni false o quantomeno non totalmente corrette, comunicare valutazioni redatte in base a metodi non ritenuti idonei, o comunque non ritenuti i più idonei, tanto da non essere utilizzati in seno all'azienda.

È altresì evidente che, pur utilizzando il medesimo procedimento, l'*output* finale deve essere differente, essendo differenti le finalità perseguite: una finalità gestoria nel caso di comunicazione interna, ed una eminentemente di controllo nel caso di comunicazione esterna.

Questa differenza teleologica, unita anche alla necessaria tutela di dati aziendali sensibili, porta necessariamente a minore articolazione e maggiore sintesi delle valutazioni destinate a circolare nei confronti del pubblico indistinto.

3. Le metodologie di determinazione del valore comunicativo

Uno degli aspetti di maggiore rilevanza trattando della comunicazione del valore, risulta essere legato alla scelta del criterio di valutazione. Non tutte le metodologie utilizzate nella pratica aziendale e professionale di determinazione del valore economico del capitale portano, infatti, a dei risultati che possiamo definire comunicabili.

In generale, tutti i metodi di determinazione del valore tradizionalmente utilizzati possiedono alcune caratteristiche imprescindibili, ovvero:

- **Razionalità:** questo carattere indica come il modello debba basarsi su ipotesi concettualmente valide, chiare e convincenti, con una solida consistenza teorica e condivise da larga parte della dottrina; parimenti fondate devono essere le modalità di scelta ed elaborazione degli *input* necessari al funzionamento del modello. È altresì evidente che queste ipotesi debbano necessariamente essere giustificate empiricamente, non essendo ammissibile l'adozione di mere supposizione astratte (8);

(8) Vale a questo riguardo citare un interessante passo di Guatri (1994), *op. cit.*: "Esistono procedimenti raffinati, di alto significato teorico, che tuttavia forniscono risultati incerti od addirittura privi di senso, in quanto implicano l'assunzione di conoscenze di fatto non

- **Oggettività (9):** questo è senza dubbio l'aspetto definito meno univocamente in dottrina, alcuni autori sottolineano come il metodo debba prescindere dalle caratteristiche e dagli interessi delle parti; altri hanno preferito mettere in evidenza l'assoluta terzietà del valutatore rispetto all'entità oggetto di valutazione e ai soggetti interessati alla stessa;

- **Dimostrabilità:** reso noto il modello e gli *input* dello stesso, deve essere possibile per tutti, indistintamente, ottenere risultati se non uguali, quantomeno dello stesso ordine di grandezza; alcuni autori hanno definito questo principio con il concetto di riproducibilità.

Le tre sopra menzionate caratteristiche della funzione del valore sono condizione necessaria ma non sufficiente per la formazione di un valore che sia comunicabile.

Le caratteristiche che una funzione di determinazione del valore "comunicativa" dovrà possedere sono essenzialmente sei, di cui le prime quattro riguardano in senso stretto il procedimento logico cognitivo relativo alla elaborazione e misura del valore. Le ulteriori due saranno, invece, in senso più ampio, caratteristiche della presentazione dei dati così ottenuti.

Riguardo la prima categoria dobbiamo rilevare:

- **trasferibilità:** lo studio del valore deve necessariamente essere basato su dati non discrezionali e dimostrabili, elaborati per mezzo di una funzione razionale, in cui sia gli *input* che il procedimento utilizzato devono essere accessibili a chiunque, dotato delle necessarie competenze, sia interessato; è evidente che si tratta della sintesi delle caratteristiche tradizionali della valutazione, che devono sempre e comunque essere presenti;

- **condivisibilità:** tutti gli *input* della funzione del valore devono essere ritenuti univocamente significativi per la determinazione del valore;

- **continuità della valutazione:** la comunicazione del valore, per essere significativa e rilevante, deve essere necessariamente reiterata, in quanto deve fornire informazioni, attraverso un metodo di analisi comparativo, sulle variazioni intervenute nel valore, al fine di identificarne le cause;

- **omogeneità:** come corollario del punto precedente, proprio perché l'analisi del valore deve necessariamente essere continuativa, per potere fornire risultati confrontabili, è necessario utilizzare criteri di valutazione omogenei;

mentre riguardo alla seconda:

- **accessibilità:** la valutazione dovrebbe essere accessibile a chiunque vi abbia un concreto interesse, al

disponibili, o che sono mero frutto di presunzioni, o comunque largamente arbitrarie.

(9) Zanda ha messo distinto il carattere della oggettività, da lui definito della generalità (Zanda-Lacchini-Onesti, *La valutazione del capitale umano nell'impresa*, Giappichelli editore, Torino, 1993) o, in altre opere, dalla neutralità (Zandi-Lacchini-Oricchio, *La valutazione di aziende*, Giappichelli editore, Torino, 1990), che tiene ben distinto dalla obiettività, che riguarda la fondatezza dei dati di partenza dell'analisi.

pari di documenti ufficiali la cui pubblicità è obbligatoria, a tutela di tutti gli *stakeholders*;

- *formalizzazione*: la valutazione deve avere il carattere dell'ufficialità, sfociando in un documento che deve rispettare certe predeterminate formalità, con un contenuto minimo necessario.

Volendo analizzare la congruità delle metodologie tipicamente utilizzate per la determinazione del valore con la funzione informativa che gli si vuole attribuire, si deve rilevare che tradizionalmente i metodi di valutazione sono sempre riconducibili a tre famiglie: metodologie a base patrimoniale, basate sui flussi di reddito, o basate sui flussi finanziari.

Volontariamente non si è trattato né dei metodi così detti empirici (10), in quanto si basano su dati per loro stessa natura non dimostrabili e non retti da un principio razionale di analisi, né dei metodi misti, in quanto i loro pregi e difetti, ai soli fini del presente studio, sono da ricondurre direttamente alle tre sopra citate macroclassi.

Non volendo spingerci ad esprimere un parere di natura generale sulla validità delle differenti metodologie di analisi, ci limiteremo a mettere in evidenza quelli che sono le loro caratteristiche e problemi, limitatamente all'aspetto che ci interessa in questa sede, ovvero la comunicabilità.

Ad una prima analisi le metodologie di tipo patrimoniale sembrano rispettare il precetto della comunicabilità in quanto i punti di partenza sono il patrimonio netto ed i valori di mercato delle varie attività e passività da cui deriva. Oggettivamente determinati saranno quindi tutti gli *input* del sistema (beni che compongono il patrimonio dell'azienda e i loro prezzi), razionale ed accettato il criterio di valutazione; simmetricamente non si presenteranno problemi riguardo la possibilità di procedere a valutazioni omogenee in periodi successivi.

In effetti ad una analisi più attenta non si può omettere che in contesti economici quali quelli attuali, nei patrimoni delle aziende le risorse immateriali hanno assunto una rilevanza sempre maggiore, tanto da rappresentare spesso le più rilevanti competenze distintive possedute.

In molti casi, analizzando in particolare i beni immateriali in senso strettamente contabile, queste risorse possono avere un prezzo (*rectius*: valore) di mercato (11) nel qual caso non si assisterà ad alcun problema, in quanto si potranno trattare esattamente in modo analogo ad un bene di tipo materiale.

Accanto a questi beni immateriali tradizionalmente intesi, vi sono delle caratteristiche tipologiche proprie

(10) I metodi empirici comprendono una categoria eterogenea di metodologie, basate tipicamente o su multipli di mercato, o sulle comparazioni con prezzi di cessione di aziende similari. È evidente che queste valutazioni, peraltro utili in caso di determinazione di prezzi, o in fase di verifica di dati diversamente calcolati, non possiedono alcuna delle caratteristiche sopra individuate, basandosi a loro volta, direttamente od indirettamente su altre valutazioni.

(11) È il caso tipico del *software*, di brevetti ed altre opere dell'ingegno, eccetera....

della società che, pur non essendo direttamente trasferibili né tutelabili giuridicamente in via autonoma, e quindi non possedendo un prezzo, tendono ad influire in modo assolutamente rilevante sulla capacità di generare ricchezza futura, e quindi sul valore dell'entità oggetto di valutazione.

A questo riguardo ci riferiamo, a titolo di esempio, alla quota di mercato, all'esperienza del fattore umano, al portafoglio prodotti, allo stato della concorrenza, al potere contrattuale con clienti e fornitori.

I sistemi di indagine patrimoniale incontrano delle notevoli difficoltà nell'analisi di dette risorse immateriali; tipicamente a questi fini la valutazione viene fatta o seguendo il principio del *going concern* (12) o del *value added*.

Il primo criterio si basa sul postulato che per creare certe competenze si devono sostenere dei costi, che invece non sono sopportati in caso di acquisizione di un'azienda già funzionante. Il principio del *value added* si fonda, invece, sull'assunto che il valore delle competenze distintive sia pari alla maggiore ricchezza generabile con dette competenze.

Ebbene, è evidente che valutazioni effettuate con i metodi patrimoniali complessi, ai nostri fini presentano delle difficoltà insormontabili per la valutazione degli *intangible asset*, in quanto le valutazioni effettuate in base al criterio del *going concern* sono in *primis* valutazioni di tipo prudenziale che parificano il valore di una risorsa immateriale alla somma dei costi per risorse materiali sostenuti per la sua realizzazione. In secondo luogo rischiano di non essere oggettivamente corrette in quanto non è detto che dette risorse foriscano le stesse *performance* in seno alla azienda oggetto di analisi; infine questo criterio è per sua natura concepito per valutazioni da effettuarsi in sede di acquisizione di aziende e non in funzione di controllo ed analisi.

Applicando il principio del *value added* si tende invece ad effettuare implicitamente una valutazione di tipo misto patrimoniale reddituale. Di per sé questo approccio non si può considerare scorretto ma tende a presentare problemi rilevanti in caso siano da valutare più *intangible* differenti. Alcuni di questi beni sono sostanzialmente distinti, mentre altri sono imprescindibilmente legati, come nel caso di portafoglio lavori e quota di mercato, di rapporti con i fornitori rispetto allo stato della concorrenza. Inoltre anche qualora si riesca ad evitare delle indesiderate duplicazioni e riuscendo ad eliminare le interferenze reciproche, l'attribuzione del plusvalore ad ogni singolo componente patrimoniale risulterebbe del tutto discrezionale.

Le valutazioni di tipo patrimoniale sono inoltre carenti sotto un punto di vista di notevole importanza vista la finalità di informazione esterna che si vuole attribuire al valore, cioè riguardo i differenti gradi di rischio che gravano su differenti tipologie di aziende.

(12) Per una più approfondita disamina si consiglia Onesti, *La valutazione del capitale economico delle aziende in perdita: un metodo empirico*, in "Rivista italiana di ragioneria ed economia aziendale", nn. 5-6, 1988, e Zanda-Lacchini-Onesti (1993) *op. cit.*

In base a quanto detto è evidente come in contesti di questo tipo la valutazione patrimoniale potrebbe risultare del tutto insoddisfacente in quanto non in grado di fornire un valore che, limitatamente a queste poste, sia trasferibile.

Passando alla trattazione dei metodi basati sui flussi, è chiaro che il principio su cui sono basati è invece legato all'opportunità di valutare un'azienda non per quello che è ma in base ai "frutti" che sarà in grado di produrre, vista la finalità dell'attività imprenditoriale di incessante generazione di ricchezza. A seconda di ciò che intendiamo per frutti, ovvero in base alla rappresentazione di ricchezza che considereremo più valida, tratteremo di metodi reddituali o finanziari.

Nel primo caso, parafrasando un noto commento di Guatri (13), si prenderà come parametro il reddito normalizzato d'esercizio, che seguendo il principio contabile della competenza, metterà in evidenza quando i frutti sono prodotti. Nel secondo caso il parametro rilevante sarà rappresentato da grandezze finanziarie, tipicamente i flussi di cassa, che sottolineerà invece il momento in cui detti frutti sono colti.

La disputa riguardo la supposta preminenza di un metodo di analisi rispetto agli altri è tuttora accesa e né in dottrina né negli ambienti professionali si è formata una tesi prevalente in alcuna delle due direzioni (14).

Volendo proseguire l'indagine sulle tipologie di flusso da analizzare, limitatamente a quella che riguarda il presente studio, sembra che i metodi reddituali prestino il fianco a maggiori critiche. In particolare, per poter effettuare una corretta valutazione, a prescindere dal metodo previsionale utilizzato, si dovrà provvedere a rendere omogenei e confrontabili i redditi. Si deve procedere cioè ad una revisione del reddito civilistico, finalizzata ad eliminare distorsioni fiscali, eventi di natura eccezionale, modifiche di criteri di valutazione. L'analisi critica di tutte queste poste risulterebbe in effetti sostanzialmente impossibile da parte di un soggetto esterno all'azienda stessa, che dovrebbe prendere per validi i dati forniti. Notevoli problemi nascono, inoltre, per la valutazione delle partecipazioni: se si utilizza il principio di valutazione al costo i dati verrebbero inevitabilmente sottostimati se non si optasse per una ricostruzione della valutazione a patrimonio netto, valutazione peraltro estremamente complessa e dispendiosa per un soggetto esterno.

A prescindere dalla categoria di flusso che si intende adottare, il valutatore dovrà fornire adeguate motivazioni su alcuni aspetti tipologici della valutazione, in

(13) Guatri, *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1990, pagg. 58 e seguenti.

(14) In effetti in tutto il mondo anglosassone è sempre stata asserita la superiorità dei metodi basati sui flussi di cassa rispetto a quelli reddituali, al contrario ritenuti più validi per quello che riguarda la prassi professionale europea.

modo da rendere analizzabile, e quindi trasferibile, il processo logico di analisi adottato.

Ai fini del presente studio, i metodi basati sui flussi sembrano essere quelli meglio rispondenti alle caratteristiche proprie della funzione comunicativa del valore, per una articolata serie di motivi:

- sono gli unici metodi realmente universali, per l'ampia diffusione che hanno trovato sia in tutti i paesi, quanto tra tutte le categorie di esperti (15). L'universalità è inoltre teleologica, in quanto questi criteri possono essere indifferentemente utilizzati per tutti i fini e gli obiettivi inerenti alle valutazioni delle imprese. L'universalità può, inoltre, essere vista come possibilità di essere indistintamente applicabile ad aziende con strutture produttive completamente dissimili tra di loro;

- sono senza dubbio razionali, e anzi si è da più parti prospettata la loro superiorità teorica nei confronti di qualunque altro metodo d'indagine. La loro razionalità è inoltre suffragata dal fatto che possono essere rappresentati in due modi sostanzialmente distinti, che portano al medesimo risultato, sia dal punto di vista dell'investitore, o esterno, in cui il valore del capitale sarà dato dal valore attuale dei dividendi distribuiti e del prezzo probabile di cessione della quota di capitale posseduta, che dal punto di vista dell'impresa, o interno, in cui il valore economico del capitale sarà la somma attuale attesa dei flussi (di cassa o reddito) prodotti dall'azienda oggetto di analisi.

È evidente che detti valori, sotto il punto di vista strettamente teorico dovranno necessariamente coincidere in ogni preciso istante di vita dell'azienda; nella prassi, limitatamente al caso di società quotate in mercati regolamentati, detti valori tenderanno a coincidere quanto più prossimo ad 1 sarà il grado di diffusione borsistico del valore di detto titolo;

- la reale variabile del problema sono i flussi (di cassa o di reddito) generati; un giudizio sull'oggettività di detta previsione è per un soggetto esterno normalmente più semplice, in quanto non mediata, rispetto all'analisi della ragionevolezza di valutazioni di singole poste di natura patrimoniale, specie se immateriali;

- attraverso il tasso di attualizzazione adottato si fornisce inoltre la misura dei rischi d'impresa gravante sulla società oggetto di analisi;

- l'analisi dei flussi possiede spiccate caratteristiche di confrontabilità in relazione a differenti aziende con differenti strutture produttive (vedi le considerazioni fatte sull'universalità) e differenti profili di rischio (vedi il punto precedente).

(15) Sono in effetti utilizzati tanto i settori professionali, quanto accademici da operatori finanziari, ovvero tutti i soggetti interessati alla valutazione delle aziende.