

## Comunicazione del Valore: presupposti, paradigma e finalità

Stefano Ricci

### 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:

- **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.
- **Operazioni straordinarie** - Spesso è lo stesso legislatore nazionale a prevedere l'obbligo di redazione di perizie di stima, e talvolta la pubblicità obbligatoria. 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.

Volendo entrare nel dettaglio, ci riferiamo in particolare modo ad operazioni di:

- ⇒  *fusione od incorporazione* (art. 2501 *quinquies* codice civile); in questi casi, se le operazioni sono effettuate tra soggetti non appartenenti allo stesso gruppo la valutazione dovrà mettere in evidenza la congruità dei valori scaturenti dalla fase contrattualistica rispetto a valori teorici calcolati; al contrario, se le operazioni hanno per oggetto realtà economiche ben distinte, la valutazione inerente i rapporti di concambio sarà lo strumento per dare efficacia giuridica alla trattativa già intervenuta tra le parti.
- ⇒  *conferimenti di aziende* (2343 codice civile) e  *scissione* (2504 *septies* codi-

ce civile), in cui scopo del valutatore non è individuare il valore economico del capitale, ovvero un valore puntuale, ma bensì l'esistenza del conferimento; non a caso perizie di questo tipo si concludono sempre con l'espressione "...si attesta che il valore dell'azienda conferita non è inferiore a..."

- **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.

Messi in evidenza in modo critico alcuni dei settori in cui la comunicazione del valore trova difficoltà ad affermarsi e chiarite in via preliminare le principali motivazioni di questo stato, concentreremo la nostra attenzione, questa volta in modo propositivo, sulla necessità di riformulare di una teoria del valore comunicativo.

Per ottenere questo risultato si procederà in primis all'individuazione di ciò che intendiamo per comunicazione esterna del valore, dando nel contempo una definizione di valore coerente con le finalità prima determinate.

Il passo immediatamente successivo riguarderà il verificare se sia utile, ed in caso di risposta affermativa in quali circostanze lo sia, la comunicazione esterna del valore, cosicché, in ultima istanza, si tenterà di rielaborare una riformulazione completa del paradigma del valore, che definiremo, ovviamente, comunicativo.

### ***1. I presupposti***

Prima di indagare sulla comunicazione del valore in senso stretto, dobbiamo definire nel modo più generale possibile ciò che intendiamo per valore e per comunicazione del valore.

Sino ad ora abbiamo parlato di valutazioni d'azienda in senso estremamente lato. In effetti esistono innumerevoli motivazioni che possono spingere alla redazione di innumerevoli tipi di perizie di stima; Guatri<sup>1</sup> ha proposto una elaborazione ormai classica di queste motivazioni, dando vita ad una schematizzazione che possiamo definire teleologica, ovvero:

- **Valutazioni conoscitive**, tipicamente messe in atto al fine di identificare un valore massimo o minimo nel corso di trattative contrattuali, ovvero i limiti di convenienza (valore massimo o minimo a cui comprare o vendere); in questa categoria si devono ricomprendere anche le valutazioni effettuate nel caso di *value based management*, in cui la valutazione ha valenza esclusivamente interna. Queste perizie hanno quasi sempre natura informale, e mai vincolante.

<sup>1</sup> Guatri, *La Valutazione delle Aziende*, Giuffrè, 1994, pagg. 3 e ss.

- **Valutazioni cautelative:** queste stime vengono tipicamente effettuate per la determinazione della capacità di credito di un debitore o di una società con la quale si vuole avviare una partnership; si tratta evidentemente di stime tipicamente dotate di una certa formalità, anche se non sono mai vincolanti.
- **Valutazioni ufficiali,** il cui valore determinato ha carattere vincolante e che producono differenti effetti giuridici, come nei già citati casi di operazioni straordinarie o valutazioni effettuate a fini fiscali.

Questa classificazione può essere integrata mettendo in evidenza non le finalità proprie della valutazione, ma bensì le tipologie di valori scaturenti dai processi valutativi. In particolare si potranno ottenere:

- **Valutazioni prudenziali,** che forniscono il valore minimo di un'azienda, per lo più non in funzionamento.
- **Valutazioni del capitale economico,** che forniscono la valutazione di un'impresa in funzionamento, basandosi su dati rigorosamente oggettivi.
- **Valutazioni del capitale potenziale,** che ponderano anche aspetti individuabili solo da alcuni soggetti particolari, valorizzando anche poste oggettivamente non determinabili da un valutatore indistinto, ma che sono bensì frutto di presunzioni di tipo soggettivo.

Riguardo i nostri fini, non volendo abbandonare questa classica duplice schematizzazione, è evidente che dobbiamo ridurre il campo di analisi alle sole valutazioni di tipo ufficiale, in virtù dei due postulati fondamentali che le caratterizzano: la formalità e la vincolatività.

Pur non mancando una certa attitudine alla comunicazione anche a valutazioni di tipo informale, per esempio nel contesto di procedure di *Value Based Management*, la valutazione per potere rispondere al precetto della trasferibilità deve essere formale, in quanto ha come risultato necessario un documento che deve rispondere a precisi contenuti minimi e ad una forma prestabilita, essendo nato per essere trasmesso ad una serie di soggetti potenzialmente estranei all'impresa oggetto di analisi.

Riprendendo la seconda schematizzazione, quella per tipologia di valori, la prima fattispecie ci interessa solo marginalmente in quanto si tratta di valutazioni o di liquidazione o di individuazione di valore minimo (tipico del caso di conferimenti di aziende o inseriti nel contesto di autorizzazioni a cessioni per privatizzazioni o per procedure concorsuali<sup>2</sup>). Spesso queste valutazioni si traducono in meri inventari del patrimonio dell'azienda stessa.

È evidente come in questo caso la comunicazione sia necessaria (sono valutazioni concepite per essere comunicate), ma, visti i particolari criteri adottati per la redazione delle perizie, non si presenterà a riguardo alcun problema, né saranno meritevoli di alcun approfondimento di tipo dottrinale, almeno in questa sede.

<sup>2</sup> È pratica molto frequente che coloro i quali sono preposti alla cessione di un'azienda nel contesto di una procedura concorsuale (o di un ramo della stessa), si tutelino facendo redigere una perizia di stima da un valutatore terzo, affinché non venga contestata una eventuale mancanza di diligenza per aver ceduto a prezzi eccessivamente bassi. Pratica analoga si è diffusa in questi anni per quello che riguarda privatizzazioni o comunque cessioni di aziende pubbliche.

Caso esattamente opposto al precedente è quello relativo ai valori potenziali di capitale, la cui motivazione si basa sul presupposto che aziende, pur molto simili sotto il punto di vista patrimoniale e reddituale di breve periodo (e perciò con valori prudenziali analoghi), possano avere capacità e prospettive di lungo periodo estremamente differenti. Questa differente attitudine o potenzialità a generare ricchezza è legata sia a fattori endogeni, quali una maggior capacità di sviluppo, più rilevanti investimenti nella ricerca, personale più motivato, *management* più qualificato, prodotti più innovativi o con maggiori possibilità di crescita, sia esogeni, quali lo stato e le prospettive del mercato in cui si opera, lo stato della concorrenza, le relazioni con fornitori e clienti.

È evidente che questi aspetti necessitano di una adeguata valutazione, al fine di raggiungere una rappresentazione corretta del valore dell'azienda oggetto d'indagine, valutazione che, basandosi necessariamente su *input* squisitamente soggettivi, difficilmente potrà essere oggetto di trasferimento all'esterno.

Altri autori a questo riguardo hanno utilizzato il termine di "valutazione strategica"<sup>3</sup>, in quando tengono in considerazione aspetti che esulano dalla analisi di breve periodo, a vantaggio di altri con visione più ampia, definiti strategici, conoscibili e quindi ponderabili solo da soggetti direttamente legati alla società oggetto della valutazione.

È evidente che per una corretta valorizzazione di queste poste si rende necessario un intervento discrezionale e fortemente soggettivo da parte del valutatore. In particolare la soggettività può essere vista sotto due differenti punti di vista, in quanto in primis il valutatore deve basarsi su aspetti non facilmente determinabili della realtà oggetto di valutazione, ed inoltre deve rielaborare questi dati in modo spesso fortemente discrezionale; questi aspetti possono ledere il principio della oggettività della valutazione, con evidenti e diretti problemi riguardo la riproducibilità, e quindi comunicabilità, della stessa.

Lo studio riguarderà invece preponderantemente valori definiti "di capitale economico", che seguendo la definizione data da Guatri<sup>4</sup>, è deputato ad esprimere una valutazione generale, razionale e dimostrabile. L'insieme di questi tre principi è presupposto stesso della trasferibilità dell'informazione e conseguentemente della comunicazione del valore.

Stabilito, seppur in via di estrema sintesi e limitatamente alle finalità che lo studio vuole perseguire, il concetto di valore, è opportuno individuare ciò che intendiamo con la locuzione "comunicazione del valore", e cioè il 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.

<sup>3</sup> Zanda - Lacchini - Onesti, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli Editore, Torino, 1990, pagg. 14 e ss.

<sup>4</sup> Guatri, [1990], opera citata, pagg. 15 e ss.

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.

Queste due differenti teorie verranno approfondite in seguito, mediante la discussione di due casi concreti, rappresentativi delle diverse correnti di pensiero.

## 2. Il paradigma comunicativo del valore

Giunti a questo punto 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<sup>5</sup> 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.

## 3. 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 del-

<sup>5</sup> Espressione liberamente mutuata dalla scienza politica, utilizzando in modo pressoché identico la definizione di paradigma scientifico data da Kuhn [1977].

l'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<sup>6</sup>, sia per mancata la 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 altre forme di analisi che vedono nel bilancio civilistico un punto di partenza irrinunciabile<sup>7</sup>.

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<sup>8</sup> di ricchezza, o valore<sup>9</sup>, 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 va-

<sup>6</sup> 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.

<sup>7</sup> A questo riguardo è interessante la puntualizzazione dell'Onida [1949]: "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..."

<sup>8</sup> 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."

<sup>9</sup> Si deve sottolineare come ricchezza creata e valore creato si possano 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.

lore 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 poter 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 la 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 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 esterna tende a

diminuire la varianza e ad approssimare all'unità il grado<sup>10</sup> di diffusione borsistica<sup>11</sup> 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 diversamente 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

<sup>10</sup> 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 tanto più il valore sarà maggiore dell'unità il mercato sopravvaluterà l'azienda, mentre con dati compresi tra 0 e 1 la società verrà trattata a sconto.

<sup>11</sup> Guatri, *La valutazione delle aziende*, EGEA, Milano, 1990, pagg.31 e ss.

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.

#### 4. Le metodologie di determinazione del valore comunicativo

Non tutte le metodologie utilizzate nella pratica aziendale e professionale di determinazione del valore economico del capitale portano 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<sup>12</sup>.
- **Oggettività**<sup>13</sup>: 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;

A questo riguardo è opportuno fare un breve inciso sul significato attribuibile a questi tre caratteri, in quanto già ad una prima analisi appare evidente come i suesposti principi non si possano considerare né teleologicamente né tantomeno organicamente come autonomi, e questo per almeno due ordini di motivi.

<sup>12</sup> 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 disponibili, o che sono mero frutto di presunzioni, o comunque largamente arbitrarie.

<sup>13</sup> Zanda ha messo distinto il carattere della oggettività, da lui definito della generalità [1993] o, in altre opere, della neutralità [1990], che tiene ben distinto dalla obiettività, che riguarda la fondatezza dei dati di partenza dell'analisi.

In primo luogo queste tre caratteristiche non sono altro che dei necessari corollari di un principio più ampio (e forse di più complessa definizione positiva), quello della veridicità della valutazione, unica fonte ispiratrice del processo di determinazione del valore.

In secondo luogo i tre principi non possono godere di una autonomia per così dire organica, essendo impossibile concepire l'esistenza di uno negando quella degli altri: basti pensare al significato della razionalità ove manchi per esempio l'oggettività delle fonti o la riproducibilità dei risultati.

Un'ulteriore fonte di incertezza è rinvenibile nel concetto di oggettività a cui abbiamo più volte fatto riferimento; secondo l'opinione di consolidata ed autorevole dottrina, il carattere dell'oggettività è infatti elemento assolutamente imprescindibile nei processi di determinazione del valore di aziende.

Detto concetto è stato considerato da molti come requisito speculare alla posizione soggettiva del perito, che deve necessariamente essere indipendente ed autonomo, rispetto sia a chi commissiona la valutazione, sia all'entità oggetto di valutazione.

Ciò significa che si deve necessariamente pretendere per un valore neutro, equo e generale, che non tenga affatto conto delle posizioni, soggettive, tipiche dell'acquirente o del venditore.

È evidente che accogliendo *sic et simpliciter* questo criterio, si indicherebbe l'esistenza di un'unica valutazione "esatta", e che questa valutazione sia unica nei confronti di qualunque soggetto.

Guatri, nella sua teoria del valore, ha messo in evidenza questo aspetto, sottolineando l'esistenza di unico valore di capitale economico, determinato applicando il sopra menzionato carattere dell'oggettività, in contrapposizione ad infiniti valori di tipo potenziale, influenzati dalle diverse prospettive di utilità da parte di differenti soggetti in caso di acquisizione.

Personalmente ritengo sia più congrua la definizione del carattere di oggettività visto come non arbitrarietà della valutazione. L'oggettività non deve riguardare i fatti elementari oggetto di analisi, ma *ex ante* la significatività del dato (*input*) e del suo nesso causale con il valore economico del capitale, ed *ex post* la significatività del dato scaturente dal processo valutativo.

Tornando alla trattazione del presente studio, 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 valutazioni omogenei;

mentre riguardo alla seconda:

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

- metodologie a **base patrimoniale:** con queste tecniche di analisi si procede alla rettifica del patrimonio netto dell'azienda basandosi sugli effettivi valori di mercato di beni, diritti, obbligazione e rischi iscritti in bilancio;
- metodologie basate sui **flussi di reddito**, in cui si misura l'attitudine dell'azienda a produrre redditi;
- metodologie basate sui **flussi finanziari**, il cui discrimine non sono i redditi ma bensì i flussi finanziari, tipicamente attesi, tipicamente di cassa.

Volontariamente non si è trattato né dei metodi così detti empirici<sup>14</sup>, 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 que-

---

<sup>14</sup> I metodi empirici comprendono una categoria eterogenea di metodologie, basate tipicamente o su multipli di mercato, o sulle comparazione 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.

sta 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<sup>15</sup>, 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 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*<sup>16</sup> 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 una 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 forniscano 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.

<sup>15</sup> È il caso tipico del software, di brevetti ed altre opere dell'ingegno, etc....

<sup>16</sup> Per una più approfondita disamina si consiglia Onesti [1988] e Zanda - Lacchini - Onesti [1994].

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<sup>17</sup> ma tende a presentare problemi rilevanti in caso siano da valutare più *intangibile* 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.

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<sup>18</sup>, 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<sup>19</sup>.

Volendo proseguire l'indagine sulle tipologie di flusso da analizzare, limitatamente a quello 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 del metodo previsionale utilizzato, si dovrà provvedere ad 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

<sup>17</sup> Sulla validità dei metodi misti si rimanda a Guatri [1998] e [1996], Zanda [1994], Ponte [1997].

<sup>18</sup> Guatri [1990], pag. 58 e ss.

<sup>19</sup> 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.

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

Queste informazioni finiscono per riguardare i tre aspetti più delicati nell'analisi del valore con metodi basati sui flussi, ovvero:

- l'orizzonte temporale oggetto di analisi; evidentemente, tanto più esso è ampio, tanto maggiori saranno le difficoltà nell'identificare i flussi da prendere in considerazione. Per questi motivi riteniamo sia corretto limitarsi ad un orizzonte temporale quinquennale. Periodi di riferimento inferiori priverebbero evidentemente di significatività lo studio, mentre la previsione di flussi per periodi superiori richiederebbe capacità previsionali al di là di ogni ragionevolezza. Si è valutata l'opportunità di utilizzare, come valutazione del valore attuale dei flussi relativi ai periodi non presi in esame, il valore finale di liquidazione dell'azienda, approssimandolo ai mezzi propri, opportunamente attualizzato; in effetti le simulazioni numeriche effettuate hanno mostrato la sostanziale irrilevanza di questi valori.
- La determinazione quantitativa dei flussi: ai fini della nostra analisi il valore di un'impresa viene calcolato in base al valore attuale dei flussi finanziari o redditi futuri a cui darà origine la gestione.

Per quantificare questi flussi tradizionalmente vengono utilizzate tre differenti metodologie:

- ⇒ Metodo dei risultati storici, che identifica l'andamento futuro di alcune grandezze, economiche o finanziarie, con la media dei risultati ottenuti in un numero limitato di esercizi passati, di norma variabile tra 3 e 5, opportunamente attualizzati, normalizzati e, eventualmente, ponderati<sup>20</sup>. Alcuni aziendalisti, soprattutto di matrice Nord Americana, sostengono addirittura l'opportunità di estendere l'analisi a periodi più lunghi, sino a raggiungere i dieci anni, ma questa tecnica di analisi rischia di perdere di significatività. Evidentemente questi sistemi rappresentano la negazione di qualsiasi tentativo previsionale.
- ⇒ Sistemi estrapolativi, che hanno anch'essi come punto di riferimento dati storici, relativi ad un periodo mediamente più lungo dei precedenti (5/10 anni), e si basano sulla estrapolazione dei flussi rispetto ad alcune variabili macroeconomiche ritenute di più facile conoscibilità e prevedibilità, quali inflazione, tassi di sconto, variazioni del PIL, dei tassi di cambio, etc... La validità di questi sistemi è stata più volte messa in discussione, sostenendo che, pur non riuscendo ad eliminare del tutto il problema inferenziale (de-

<sup>20</sup> Si reputa cioè necessario attribuire maggiore peso ai valori più recenti e quindi significativi.

terminazione delle variabili), si causano delle maggiori approssimazioni, dovute alla previsione delle variabili intermedie e alla funzione utilizzata, portando ad un risultato poco attendibile.

⇒ Metodi previsionali puri o "a risultati programmati": le informazioni sono desunte direttamente da processi di pianificazione e programmazione aziendale.

Tra questi sistemi quelli ritenuti più validi sono quelli definiti "a tre fasi", a cui corrispondono tre modalità di calcolo dei flussi, caratterizzate da attendibilità decrescente, ovvero:

1-2 anni budget analitici;

3-5 anni piani pluriennali;

6-10 anni piani strategici.

È evidente che questi valori risulteranno tanto più precisi quanto i processi di pianificazione e controllo adottati all'interno dell'azienda saranno appropriati e rodati.

- La scelta del tasso di attualizzazione da adottare: un problema notevole nel campo dell'economia aziendale è quello di decidere a quale tasso attualizzare queste diverse sorgenti di flussi. Se, infatti, da un lato la dottrina ha elaborato teorie piuttosto precise per quanto riguarda i flussi di fonti, dall'altro le proposte per un tasso a cui attualizzare i flussi di impieghi sono ancora le più disparate. I flussi di fonti vengono qui attualizzati in base ad una media del tasso richiesto dai conferenti capitale e del tasso richiesto dai conferenti fonti di debito, ponderata per la composizione delle fonti. Chiamando quindi:

$c_n$  = il tasso privo di rischio (al tempo  $n$ );

$x_n$  = il premio per il rischio subito dai creditori dell'impresa (al tempo  $n$ );

$y_n$  = il premio (aggiuntivo rispetto ad  $x_n$ ) per il rischio subito dai soci (al tempo  $n$ );

il tasso a cui si scontano i flussi è dato dalla seguente formula:

$$\frac{(c_n + x_n)(K_n - N_n) + (c_n + x_n + y_n)N_n}{K_n} = c_n + x_n + y_n \frac{N_n}{K_n}$$

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<sup>21</sup>. L'universalità è inoltre teleologica, in quanto questi criteri possono essere indifferentemente utilizzati per tutti i fini e gli obiettivi inerenti la valutazione 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

<sup>21</sup> Sono in effetti utilizzati tanto in settori professionali, quanto accademici che da operatori finanziari, ovvero tutti i soggetti interessati alla valutazione delle aziende.

tà 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, ovvero:

- ⇒ il 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;
- ⇒ il 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 del 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).

### 5. Casi di studio

In conclusione dello studio, portiamo due esempi di comunicazione del valore abbastanza tipici e rappresentativi delle due maggiori teorie di comunicazione del valore: la determinazione del valore nel contesto della incentivazione dei *manager* per obiettivi, e la comunicazione obbligatoria di dati, sufficienti per la determinazione del valore, per le società quotate.

A. Per quello che riguarda il primo aspetto, l'incentivazione economica per i *manager* ancorata al valore creato in azienda nasce dall'esigenza di legare la remunerazione di soggetti con rilevanti responsabilità decisionali alle singole *performance* individuali. Data per scontata l'utilità di queste incentivazioni (conosciute nel mondo anglosassone come *management compensation*), il maggiore problema è sempre stato quello di individuare una grandezza atta alla sua parametrizzazione.

Una prima risposta è stata fornita utilizzando il reddito come indicatore della *performance* aziendale. Se in prima istanza questa scelta pareva essere coerente in quanto il reddito è senza ombra di alcun dubbio un obiettivo della gestione, obiettivo per giunta quantitativamente indicato, si sono profilati immediatamente alcuni problemi, tra cui ricordiamo:

- il reddito è per sua natura un obiettivo intermedio rispetto alla *mission* dell'a-

- zienda, ovvero la perpetua ed incessante generazione di ricchezza;
- spesso anche come obiettivo intermedio non risulta coerente con la massimizzazione del valore in capo all'azionista;
  - il concetto di reddito è per sua natura orientato ad un'ottica di breve periodo, per cui potrebbe risultare avvantaggiato un *management* poco orientato ad una politica di investimenti aggressiva, o che investono poco o nulla in ricerca e sviluppo, il che potrebbe causare notevoli problemi se si prendono in considerazione archi temporali più ampi;
  - la parametrizzazione al reddito può causare distorsioni molto rilevanti in caso di settori caratterizzati da una dinamica molto turbolenta, sopravvalutando il loro operato in fasi di espansione generalizzata del mercato e, simmetricamente sottovalutandola in momenti recessivi.

In risposta a questi problemi la dottrina anglosassone ha già da numerosi anni risposto con la teoria della creazione del valore, in cui tutti i momenti organizzativi tipici della vita aziendale, ed in particolare il controllo, considerato come misura periodica della *performance* e la gestione, cioè l'applicazione operativa delle strategie aziendali, sono teleologicamente concepiti per la massimizzazione del valore.

In questo contesto l'adozione del valore creato come indice dell'operato (e quindi della remunerazione) del *management*, nell'ambito del *value based planning* appare come la soluzione ai problemi sopra esposti. In primo luogo è intuitivo che essendo la creazione del valore in capo ai soci l'orientamento strategico di qualsiasi società, sarà opportuno utilizzare lo stesso valore anche come strumento di controllo, al fine di armonizzare ed allineare tutti i processi decisionali interni.

Utilizzando questi processi di controllo il *management* sarà inoltre sicuramente più propenso a mettere in atto politiche orientate al vantaggio competitivo di lungo periodo, ponderando in modo minore i risultati di breve periodo.

Riguardo l'ultima critica, poiché sostanzialmente tutti i metodi di determinazione quantitativa valore incorporano anche l'analisi del posizionamento sul mercato e della capacità reddituale rispetto alla diretta concorrenza, il valore risulterà almeno parzialmente relativizzato rispetto al microambiente competitivo in cui la società opera, piuttosto che essere un dato assoluto, come nel caso del reddito.

Alcuni autori<sup>22</sup> hanno messo in evidenza come l'analisi del valore si presti molto bene come strumento di controllo delle singole aree operative o addirittura di singoli progetti, operando con la tecnica dei differenziali tra differenti opzioni di investimento, analisi sostanzialmente impossibile nel caso dell'utilizzo del reddito come parametro.

La dottrina è unanime nel ritenere che le configurazioni di valore che più si adattano agli scopi in esame siano quelle di tipo potenziale, proprio per l'attitudine ad incorporare e valorizzare anche poste di tipo immateriali quali le sinergie prodotte, le risorse umane, la diffusione e l'identificazione dei marchi, *etc....*

Recentemente, quale parametro dell'incentivazione del *management* si è inco-

---

<sup>22</sup> Poli [1997].

minciato a parlare dell'EVA<sup>23</sup> come strumento particolarmente idoneo allo scopo in esame. In effetti, sotto il punto meramente contabile l'EVA altro non è che il valore attuale dei flussi di cassa generati dalla gestione, sommati ad un valore finale di cessione, cioè una valutazione economica potenziale effettuata con metodi finanziari. La vera novità, particolarmente rilevante in questo campo, è la modalità con cui si giunge a questo risultato; in particolare il valore della società viene visto composto da due parti, il capitale investito ed il valore al momento della valutazione, dei *Value Added* periodici (*Market Value Added*), a sua volta diviso nel valore attuale degli EVA correnti e valore attuale dei miglioramenti ottenuti dai *management*.

In questo modo non solo si valuta la *performance* del *management* nel lungo periodo, misurato dal MVA generato nel tempo, ma si riesce a distinguere il valore potenziale di ogni peculiare attività manageriale, come differenza dei MVA generati con le varie strategie di investimento.

		Valore dei miglioramenti	
Market Value	Mang. Value Added	Valore attuale EVA corrente	Market Value
	Capitale investito	Capitale	

Tab. 1 Lo schema della scomposizione del valore nell'EVA

Volendo mettere maggiormente in evidenza la generazione del valore in capo agli azionisti, è stato proposto da alcuni studiosi, in alternativa all'EVA, il SVA<sup>24</sup>, o *Shareholder Value Added*, e TSR *Total Shareholder Return*, tutti incentrati sullo stesso presupposto metodologico.

A prescindere dalla metodologia di analisi del valore adottata, è evidente che una valutazione di questo tipo richiederà alcune caratteristiche peculiari, tra cui:

- essere esteriorizzata in un documento di natura formale da presentarsi agli azionisti;
- una notevole formalizzazione del processo di valutazione adottato, poiché lo strumento dell'incentivo al *management* per potere essere compiutamente utiliz-

<sup>23</sup> EVA è l'acronimo, universalmente utilizzato di *Economic Value Added*; detto sistema è stato introdotto dalla Stern & Stewart & co.

<sup>24</sup> Alfred Rappaport, 1986, *Enhancing shareholder value*.

- zato deve essere prodotto per più esercizi con continuità;
- il metodo di valutazione sottostante, andando a produrre effetti giuridici nei confronti di soggetti terzi rispetto alla società (i *manager*), deve necessariamente possedere le caratteristiche di riproducibilità, oggettività e razionalità e quindi, in base ai postulati sopra stabiliti, di trasferibilità;
  - la valutazione deve necessariamente essere reiterata, al fine di poter effettuare una corretta valutazione.

In base a quanto detto sino ad ora è evidente che ci troviamo di fronte ad un caso tipico di comunicazione del valore, se pur la comunicazione sia solo parzialmente esterna, in quanto, pur non riguardando strettamente il soggetto economico della società, si estende esclusivamente solo ad alcuni soggetti intimamente legati alla vita dell'impresa e non indistintamente, ad ogni operatore interessato.

Riguardo l'opportunità di una generale ed indistinta trasmissione esterna di questi dati, si deve rilevare come la legislazione italiana, in caso di attribuzione ai *manager* di compensi in misura variabile secondo i risultati, ne prescrive la comunicazione in nota integrativa, conferendo in questo modo già una sorta di valenza esterna anche ai parametri in base ai quali viene calcolato.

B. Caso completamente diverso, rappresentativo della opposta teoria, rispetto a quelle sino ad ora prospettate, riguardo la comunicazione esterna del valore, è quello inerente la trasmissione obbligatoria di una serie di informazioni necessarie per la determinazione del valore della società stessa.

Piuttosto che demandare la valutazione della società ad un soggetto interno alla stessa si ritiene preferibile vengano fornite in modo analitico tutte le informazioni necessarie affinché ogni soggetto interessato ed in possesso delle idonee capacità di analisi, sia in grado di determinare in modo assolutamente autonomo il valore della società in oggetto.

I sostenitori di questa teoria ne sostengono la superiorità rispetto ad altre forme di comunicazione (o meglio in alternativa alla comunicazione esterna del valore) per i seguenti motivi:

- è l'unico metodo che conduce ad una valutazione assolutamente oggettiva, poiché svincolata dalle aspettative e dalle opinioni del soggetto economico oggetto della valutazione;
- permette ad ogni operatore interessato di procedere alla valutazione utilizzando il procedimento tecnico che ritiene più opportuno a seconda delle finalità che deve perseguire;
- permette una più diretta comparazione dei vari *input* forniti dai diversi operatori dello stesso settore, in quanto vengono forniti dati omogenei;
- esenta il *management* della società oggetto di esame da fornire alcune informazioni di tipo previsionale interno, tipicamente aventi natura riservata, ma comunque necessarie per fornire una valutazione corretta;
- risulta l'unico mezzo per la corretta valorizzazione delle risorse umane, parame-

tro relevantissimo in ogni processo di determinazione del valore, in quanto effettuata dall'esterno in base alle risultanze dei dati forniti.

Con questo approccio di analisi i dati di partenza per ogni forma di valutazione saranno esclusivamente le informazioni fornite dal soggetto sottoposto allo studio.

Le informazioni trasmesse sono sostanzialmente di tre tipi ovvero:

- informazioni di natura quantitativa, tipicamente di origine contabile;
- informazioni di natura qualitativa - descrittiva, di natura prettamente extracontabile;
- informazioni utili per l'analisi prospettica della società.

Riguardo la prima categoria di informazioni, seppur con tutti i limiti che presenta, il bilancio civilistico rappresenterà un documento necessario ed irrinunciabile. Il bilancio sarà sia punto di partenza di una eventuale valutazione di tipo patrimoniale, sia, con l'ausilio dei dati presenti in nota integrativa riguardanti le movimentazioni delle grandezze di attivo e passivo, strumento indispensabile per un'analisi basata sui flussi.

Si è molto discusso sull'imposizione di un obbligo per le società di allegare ai bilanci dei prospetti riguardanti i flussi finanziari generati. In effetti questa informazione risulterebbe di difficile utilizzo in quanto richiederebbe in ogni caso una verifica con l'ausilio dei soli pochi dati a disposizione.

Riguardo le informazioni del secondo tipo, si evidenzia come dati quali la suddivisione del fatturato per prodotto e per area geografica<sup>25</sup>, o l'elencazione delle attività di ricerca e sviluppo<sup>26</sup> saranno senza dubbio preziosi al fine di una corretta comprensione della realtà aziendale.

Quello che lascia più perplessi è invece l'assoluta aleatorietà delle informazioni evidenziate al terzo punto, ovvero quelle necessarie per effettuare necessarie previsioni sulle *performance* future dell'entità oggetto di analisi, di norma relegate a brevi commenti nella relazione sulla gestione.

A parere di chi scrive questa tecnica di analisi non è da considerarsi facente parte tra quelle di comunicazione del valore, in quanto priva di alcuni dei requisiti che abbiamo visto essere tipici ed essenziali della valutazione comunicativa. In particolare risulterà decisamente carente la condivisibilità, soprattutto nel caso delle informazioni inerenti i dati prospettici, non riscontrabili dal singolo valutatore, e la formalità, non palesandosi la valutazione in alcun documento.

Si segnala infine che con l'avvenuta riforma dei principi di comunicazione e controllo delle società quotate avvenuto con la c.d. "Riforma Draghi", non si sia modificato in modo sostanziale lo scenario preesistente, o quantomeno non in misura talmente rilevante da modificare il nostro giudizio.

---

<sup>25</sup> Art. 2427 c.c., comma 1°, punto 10.

<sup>26</sup> Art. 2428 c.c., comma 2° punto 1.

*Pubblicazioni citate e consultate*

- Amaduzzi, *La teoria della valutazione dei complessi aziendali*, in "Rivista Italiana di Politica Economica", 1954
- Amaduzzi, *Dall'EVA al REVA*, in "La valutazione delle aziende", EGEA, Milano, n. 9 1998
- Botosan, *Disclosure level and the cost of equity capital*, in "The accounting review", vol 72
- Bratta, *La valutazione delle aziende: metodi finanziari a confronto*, in "Amministrazione e finanza" n.19 1997
- Eccles - Lupone, *Alla ricerca del valore: il divario informativo tra società e mercato. Il caso italiano*, in "La valutazione delle aziende", EGEA, Milano, n. 11.1998;
- Eccles, *The performances measurement manifesto*, in "Harvard business review", n.1 1991
- Ferrero, *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1966
- Ferrero, *Alcune precisazioni sulla valutazione delle aziende*, in "Contabilità e bilancio" 1991
- Guatri, *La valutazione delle aziende*, Giuffrè, Milano 1984
- Guatri, *La valutazione delle aziende*, EGEA, Milano 1990
- Guatri, *La teoria della creazione del valore*, EGEA, Milano, 1991
- Guatri, *Il metodo reddituale per la valutazione delle aziende*, EGEA, Milano, 1996
- Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, Milano, 1998
- Guatri, *L'azienda valuta se stessa*, in "La valutazione delle Aziende", EGEA, Milano n. 4 e 5 1997
- Guatri, *Dinamica del valore e dinamica degli intangibles per la misura della performance: verso una nuova architettura di informazione societaria ?*, in "La valutazione delle Aziende", EGEA, Milano n. 5 1997
- Guatri, *Valutazione delle aziende: pretese evidenze empiriche a sostegno della preminenza dei metodi finanziari in recenti opere americane*, in "Finanza marketing e produzione", EGEA, Milano, 1998
- Keegan, Wright, *Pursuing the value: the emerging art of reporting on the future*, London, 1998
- Kuhn, *The structure of scientific revolution*, University of Chicago Press, Chicago, 1977
- Onesti, *La valutazione del capitale economico delle aziende in perdita: un metodo empirico*, in "Rivista italiana di ragioneria ed economia aziendale", n. 5-6 1988
- Oricchio, *Alcune considerazioni sul principio di equità nella stima del capitale economico*, in "Auditing" n.17 1993
- Piva - Calò, *La retribuzione del management direttamente correlata alle performance di valore aziendali*, in "Finanza marketing e produzione", EGEA, Milano, 1998
- Poli, *L'EVA e la determinazione degli incentivi al management: gli argomenti a favore*, in "La valutazione delle Aziende", EGEA, Milano, n.6 1997
- Ponte, *Come cambia l'approccio valutativo in funzione dell'azienda oggetto di valutazione*, in "La tribuna dei dottori commercialisti" n. 2 1997
- Rappaport, *Enhancing shareholder value*, Free Press, 1986

- Reboa, *Strategie economico finanziarie, parametri e modelli di valutazione*, EGEA, Milano, 1989
- Reboa, *L'economic Value Added come strumento di valutazione delle strategie*, in "Rivista dei Dottori commercialisti", Guffrè, 1999, n. 2
- Schwab, *Theories of performances and satisfaction, a review*, in "Industrial relations", n. 9, 1970
- Zanda - Lacchini - Oricchio, *La valutazione di aziende*, Giappichelli editore, Torino 1990
- Zanda - Lacchini - Onesti, *La valutazione del capitale umano nell'impresa*, Giappichelli editore, Torino, 1993
- Zanda - Lacchini - Laghi, *Le valutazioni strategiche dei capitali di trasferimento d'impresa*, in Rivista italiana di ragioneria e economia aziendale, maggio 1993