Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale in

Amministrazione, finanza e controllo

Tesi di Laurea

Incrementare il valore di impresa tramite risorse intangibili

Relatrice

Ch.ma Prof.ssa Maria Silvia Avi

Laureanda

Cristina Gasparini

Matricola

836984

Anno Accademico

2018 / 2019

INDICE

PRESENTAZIONE 1

CAPITOLO 1 3

IL VALORE DI IMPRESA

1.1 Il valore di impresa e le sue varie accezioni 3

1.2 La teoria della creazione del valore di impresa 10

1.3 La diffusione del valore creato dall'impresa 16

CAPITOLO 2 23

VALUTAZIONI D'AZIENDA

2.1 Il modello contabile nella valutazione delle strategie di impresa 23

2.2 Il modello del valore per gli azionisti nella valutazione delle strategie di impresa 29

2.3 Il concetto di capitale e le sue accezioni 35

2.4 Il capitale economico 42

2.5 La corporate governance 48

CAPITOLO 3 52

LA VALUE RELEVANCE

3.1 Il concetto di value relevance ed i principi contabili 52

3.2 La value relevance del capitale immateriale ed il bilancio del capitale intellettuale 59

3.3 La disclosure di impresa 65

3.4 La disclosure del capitale intangibile 77

3.5 Il vantaggio competitivo 82

CAPITOLO 4 90

FOCUS SUGLI INTANGIBILI

4.1 Il contesto competitivo 90

4.2 Il capitale intellettuale 93

4.3 Le tre forme del capitale intellettuale 98

4.4 Le caratteristiche dei beni intangibili 104

4.5 La gestione del capitale intangibile, le tendenze ed i rischi 110

4.6 La valutazione del capitale immateriale 117

CAPITOLO 5 125

IL MARCHIO

5.1 Lo sviluppo e la strategicità del marchio 125

5.2 Finalità, attributi e componenti 129

5.3 Il ruolo della marca per consumatore ed impresa 138

5.4 La valutazione del marchio e la brand value chain 145

5.5 Le motivazioni sottostanti alla valutazione 150

CAPITOLO 6 156

LE RELAZIONI DI IMPRESA

6.1 Customer satisfaction 156

6.2 I gap nei vari concetti di soddisfazione del cliente 163

6.3 Customer Relationship Management 170

6.4 Il capitale relazionale ed il valore delle relazioni 175

BIBLIOGRAFIA CITATA E CONSULTATA 184

PRESENTAZIONE

Il presente lavoro delinea un percorso che ha come punto di partenza il concetto di valore di impresa, il quale verrà ampiamente sviluppato per tutto il primo capitolo, ma anche in parte del secondo.

L'ampiezza e la complessità che circondano la nozione di valore che viene attribuita al sistema aziendale richiede infatti di fare chiarezza prima di tutto su che cosa si intenda per valore d'impresa, ma anche su quale tra le svariate e differenti interpretazioni del termine è da reputare rilevante e preferire nelle diverse fattispecie di interesse che si va ad analizzare.

Nello sviluppo di questo primo tema viene inserita nella trattazione anche la considerazione del capitale intangibile di impresa, ovvero tutta quella serie di beni, attività e capacità immateriali che caratterizzano ogni singola impresa e la rendono unica.

Trattandosi di un patrimonio non fisico e tangibile, si sollevano le prime problematiche relative alla sua valutazione e contabilizzazione, nel tentativo più ampio di valutazione dell'impresa e del suo valore complessivo.

A partire da queste considerazioni e per approfondire tale tematica, il capitolo tre sarà focalizzato sulla value relevance dell'informativa di bilancio, anche relativamente al solo capitale immateriale.

Quest'ultimo diventa poi il protagonista di tutto il quarto capitolo, il quale prevede una disamina ancora più approfondita circa il contenuto della nozione di intangibile a la relativa incidenza nella creazione ed affermazione del vantaggio competitivo.

All'interno del concetto di intangibile si apre poi un ventaglio di considerazioni piuttosto ampio e, per questo motivo, lo scopo del capitolo è quello di definire confini e contenuto del capitale immateriale.

Una volta delineata e chiarita questa tematica, l'attenzione sarà poi rivolta nello specifico ad alcune tra le manifestazioni principali in ambito di intangibili.

Vengono quindi analizzate quelle risorse di natura non fisica che, negli attuali scenari competitivi, maggiormente contribuiscono nelle strategie aziendali volte al raggiungimento del vantaggio competitivo ed all'affermazione sul mercato dell'impresa.

Nel chiudere il cerchio e per tornare al primo argomento con cui si è aperto l'elaborato, viene data enfasi alle risorse relative al marchio ed alla customer satisfaction.

L'affermazione di tali risorse, in qualità di driver della competitività d'impresa, implica infatti

la loro considerazione e rilevanza nell'elaborazione delle strategie aziendali, nonché il loro sviluppo ed utilizzo ai fini della massimizzazione del valore di impresa.
La modalità con la quale ho voluto procedere alla stesura di questa tesi segue una logica che ha come scopo quello di creare un discorso fluido e ben articolato.
Ogni paragrafo quindi è intitolato in maniera semplice ed essenziale e ciascun argomento viene trattato collegandolo a quello del paragrafo precedente ed a quello del paragrafo successivo al fine di rendere la lettura più scorrevole.

Colgo l'occasione per menzionare la mia famiglia per il supporto che mai mi ha fatto mancare. Non sono mai stata brava con le parole con loro ma GRAZIE!
I'd also Like to mention my good friend Marcin, in my Opinion the Very real and best Example of a person who has Undeniably succeeded in life.

Cristina Gasparini

CAPITOLO 1

IL VALORE DI IMPRESA

1.1 Il valore di impresa e le sue varie accezioni

Il termine “valore” in ambito aziendale non si presta tendenzialmente ad una definizione chiara ed univoca, ma può essere associato a diversi significati sulla base di ciò che ha in mente l'interlocutore che ad esso si sta riferendo. Il concetto di valore di impresa quindi assume spesso diverse sfumature di significato dato che facilmente tende a venire inteso secondo svariate interpretazioni.

Risulta necessario stabilire quali sono gli elementi considerati importanti per la creazione del valore aziendale, è questo infatti l'unico modo per avere un'idea di come poterlo far crescere.

Tra i vari significati che esso può accogliere al proprio interno e tra le varie concezioni del termine alle quali ci si può riferire, vi sono, tra le altre:

1. Il livello di utili e profitti ottenibili dalla gestione;
2. Il valore monetario dell'impresa derivabile dal valore delle azioni della stessa nel mercato;
3. Il prestigio e la reputazione che l'impresa vanta nei confronti di tutti gli interlocutori con cui viene in contatto (fornitori, clienti e pubblico in generale);
4. Il valore ugualmente importante dei beni intangibili, ossia quelli che contribuiscono al prestigio dell'impresa ma non vengono rilevati in contabilità.

Tutte queste tipologie di valore che vengono prese in considerazione concorrono a formare nel complesso il valore aziendale ed occorre pertanto non incorrere nell'errore di limitarsi a considerare solamente uno dei precedenti punti ma, piuttosto risulterebbe più significativo, valutarli nel loro complesso, per una più chiara disamina di quella che è la potenzialità dell'impresa.

Basti pensare infatti come elevati utili possano derivare da tagli negli investimenti destinati alla ricerca e sviluppo (in un'ottica quindi orientata al futuro) oppure come elevati dividendi distribuiti possano anche essere sintomo di una rinuncia ad effettuare investimenti anche profittevoli.

Un'ulteriore valutazione circa il concetto di creazione di valore aziendale ha a che fare con la

capacità dell'impresa di remunerare tutti i fattori produttivi e tutte le risorse che hanno contribuito alla realizzazione e produzione dei risultati aziendali e di poter godere di ciò che residua nel caso in cui questo valore realizzato sia maggiore del costo sostenuto per la sua produzione e di conseguenza tale residuo sia positivo.

L'incremento del livello di redditività dell'impresa considerata nella propria totalità, risulta essere quindi fondamentale allo scopo di puntare a ricavare uno spread sempre più soddisfacente, paragonando da una parte il costo del capitale di rischio e dall'altra la redditività derivante dallo stesso.

Il processo di creazione di valore mira infatti proprio a questo ed è diventato "il comune denominatore dei processi di evoluzione che in tutti i contesti mondiali stanno subendo i cosiddetti modelli di governo dell'impresa o come li si usa chiamare di corporate governance"[1].

L'operare dell'impresa dev'essere improntato nel suo complesso a concretizzare tale obiettivo attraverso la collaborazione e la cooperazione di tutti i soggetti che nell'impresa si ritrovano coinvolti, poiché solamente con un operato condiviso e focalizzato sul medesimo traguardo, essa sarà in grado di spiccare ed imporsi sul mercato competitivamente.

Il valore al quale si fa riferimento deve rivelarsi, oltre che condiviso, anche consolidato e, per ottenere questo, l'impegno dedicato al raggiungimento del fine ultimo di creazione di valore deve anche comprendere quello di "mantenere l'impresa su un sentiero di crescita continua e non effimera ma dalle solide basi"[2].

La creazione di valore per l'impresa rappresenta un concetto per alcuni versi collegato a quello di economicità, in quanto riguarda la capacità dell'azienda di mantenere stabili nel tempo gli equilibri creati dalla gestione aziendale relativamente al livello di soddisfazione dei vari portatori di interesse che si interfacciano con l'impresa, in quanto essi contribuiscono a fornire le risorse necessarie alla stessa per lo svolgimento della propria attività. Questo concetto di valore non si limita quindi solamente a quello di profitto circoscritto all'interno dell'azienda e risultante dal bilancio di esercizio, ma si amplifica identificandosi anche, ad esempio, con il valore generato nei confronti di altri soggetti. Tra i soggetti che possono essere menzionati a titolo di esempio vi sono i clienti, soddisfatti del prodotto o servizio ricevuto, i fornitori, stimolati a fare meglio se i rapporti con l'impresa sono proficui, le istituzioni e le società che sotto vari aspetti entrano in contatto con l'impresa.

---

1 Donna Giorgio, La creazione di valore nella gestione dell'impresa, Carocci, 1999.
2 Donna Giorgio, La creazione di valore nella gestione dell'impresa, Carocci, 1999.

Secondo quanto detto infatti l'attenzione non deve essere focalizzata solamente sulla situazione attuale in cui si trova ad operare l'impresa, ma deve avere più ampio respiro e guardare anche alle risorse future ma in particolare alle capacità prospettiche di redditività di cui l'impresa gode ed alla loro fattibilità di protrarsi nel tempo in base alla capacità dell'azienda di sopravvivere, crescere e sfruttare le proprie potenzialità.
La focalizzazione del risultato limitatamente per quanto riguarda gli utili inoltre ha un impatto solamente sul breve periodo e non è sufficiente a garantire la competitività dell'impresa nel lungo termine, soprattutto in tempi in cui la scena competitiva dove ci si trova ad operare è ricca di competitors che puntano a primeggiare.
Il contesto e la situazione di base in cui si trovano ad operare le imprese infatti rende sempre più impegnativo il raggiungimento di questo fine e richiede costantemente sforzi aggiuntivi.
Accade non di rado infatti che l'impresa debba affrontare situazioni nelle quali non è in grado di fronteggiare la concorrenza del mercato e si trova quindi nella condizione di perdere parte di quel vantaggio competitivo che le stava permettendo di imporsi, subendo contrazioni dei margini ed incertezze circa gli investimenti e la loro valutazione. L'obiettivo di creazione di valore risulta infatti sempre più difficilmente raggiungibile, da un lato a causa delle maggiori pressioni competitive con cui le imprese si vengono a confrontare e dall'altro a causa della saturazione di quelli che sono gli abituali ed ormai affermati settori di attività.
La competizione alla quale ci si riferisce riguarda anche la capacità di raccogliere risorse finanziarie che sono indispensabili per il progredire dell'attività di impresa, siano tali risorse di natura bancaria o provenienti da altri investitori professionali.
Creare valore risulta quindi un fattore critico ed imprescindibile per quando riguarda le condizioni di accesso al credito.
Occorre d'altra parte anche sottolineare un parere contrario, secondo il quale, a livello quantitativo, non è solamente la competizione tra imprese ad essere incrementata, ma anche le modalità e gli istituti che si prestano a mettere a disposizione fondi destinati alle imprese. “Il capitale è oggi disponibile in misura maggiore di quanto lo sia mai stato per società di ogni dimensione. In un'epoca di ventur capital, titoli ad alto rendimento e flussi globali di capitale, in cui il denaro è costantemente alla ricerca di opportunità di investimento, l'accesso ai fondi necessari non è più riservato alle società più grandi e solide. È chiaro che le società più solide non hanno più l'esclusività dell'accesso a grandi capitali a condizioni competitive. I fondi sono

disponibili per le aziende ben gestite, senza riguardo alle dimensioni”[3].

Dunque se l'opportunità di raccogliere denaro si è aperta anche alle imprese minori, è fondamentale che questa “buona gestione” venga presa come spunto e punto di partenza da parte di tutti i soggetti che operano per o con l'impresa in quanto solo con uno sforzo condiviso ed improntato nella medesima direzione si è in grado di produrre risultati soddisfacenti.

Come in precedenza già sottolineato ed ora rimarcato, occorre che l'intero sistema di gestione venga direzionato nel verso della creazione di valore e che venga poi assunto da tutta l'organizzazione. Un approccio di questo tipo è alla base di quello che viene definito Value Based Management.

Il Value Based Management rappresenta un orientamento secondo il quale tutti le decisioni e gli sforzi dei manager vengono indirizzati verso i drivers del valore con l'obiettivo della massimizzazione del valore dell'impresa attraverso la coordinazione dei processi di gestione. Questo metodo non è di immediata realizzazione in quanto comporta notevoli sforzi per la sua divulgazione tra tutti i soggetti operanti nell'impresa i quali devono partecipare attivamente in qualità di stakeholders al fine di garantire il raggiungimento della mission aziendale. La partecipazione di tutti i soggetti è la chiave del successo nel raggiungimento dei risultati di lungo periodo ed i manager hanno il compito di mantenere operativa e valida questa strategia nel tempo e per questo motivo infatti si può parlare di un processo orientato al futuro.

Il valore cui ci si riferisce e che i manager intendono massimizzare in questa visione basata sul valore è quello che rappresenta il ritorno per gli azionisti, i finanziatori storici dell'impresa e coloro che si accollano il rischio di insuccesso.

Questi ultimi rappresentano infatti i destinatari principali ai quali il valore di impresa è rivolto. “In un'epoca come quella che stiamo vivendo di forte turbolenza finanziaria il management deve saper gestire l'impresa realizzando il maggior valore possibile per gli azionisti. Il valore d'impresa dimostra come competere in modo efficace sul mercato attuale per il controllo delle società senza necessariamente mettersi in difesa, senza innalzare barriere legali o invocare regolamentazioni, ma attraverso l'incremento di valore per gli azionisti.”[4]

Secondo l'approccio basato sul valore infatti, come la qualità del prodotto o servizio è un indicatore rappresentativo della soddisfazione de cliente, così la creazione di valore è un indicatore rappresentativo del livello di soddisfazione dell'azionista.

---

3 Copeland Tom, Il valore dell'impresa, Il Sole 24 Ore, 2002.
4 Copeland Tom, Il valore dell'impresa, Il Sole 24 Ore, 2002.

"Value based management è un approccio manageriale il cui primo obiettivo è la massimizzazione del valore per gli azionisti. Gli obiettivi di un'impresa, i suoi sistemi, le strategie, i processi, le tecniche di gestione, la misura delle performance e la cultura dell'organizzazione sono guidate dall'obiettivo di massimizzare il valore per gli azionisti"[5].

Nell'ottica di questo tipo di pianificazione strategica cambiano gli indicatori che devono essere tenuti in considerazione per la valutazione delle performance aziendali in quanto "la massimizzazione della ricchezza degli azionisti rappresenta un obiettivo tecnicamente assai più evoluto di quello della massimizzazione del profitto. Rispetto a quest'ultimo infatti la massimizzazione della ricchezza degli azionisti consente di superare ambiguità implicite nella nozione stessa di profitto ed anche in quella di reddito di impresa."[6]

Attraverso questo modello infatti l'attenzione non è più posta solamente sui profitti rilevabili a livello contabile ma la definizione di valore viene ampliata comprendendo anche quella di valore generato a favore degli azionisti. Così facendo quindi, si può evitare che l'idea di creazione del valore resti una mera curiosità contabile limitata a quello che traspare dai dati di bilancio.

Prima che il Value Based Management si sviluppasse e fosse condiviso infatti, la misurazione delle performance di impresa veniva valutata esclusivamente sotto un punto di vista puramente economico nonché di origine contabile attraverso indicatori di redditività non sempre significativi ai fini delle scelte aziendali.

Una volta che le imprese hanno cominciato ad adottare tale modello, anche il mercato dei capitali ha cominciato a rivolgere la propria attenzione a parametri diversi per quanto riguarda la valutazione delle aziende ed il giudizio della loro performance.

Come precedentemente specificato l'obiettivo che si pone questo approccio deve essere ricercato in un'ottica che non abbia breve scadenza ed infatti il Value Based Management fa riferimento ai cash flow generati nel lungo periodo.

Occorre tuttavia sottolineare ancora una volta come questo modello miri alla creazione di valore limitatamente per quanto riguarda gli interessi detenuti solamente da una categoria di soggetti. Questa rappresenta infatti la critica più significativa nei confronti di tale approccio, il quale non si fa portatore dell'importanza degli interessi che fanno capo a soggetti diversi dagli shareholders. La logica che sta alla base del Value Based Management infatti prevede di rappresentare il valore per gli azionisti tramite l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri a loro

5 Arnold Glen, Value-based Management: Context and Application, John Wiley & Sons, 2000.
6 Renoldi Angelo, Valore dell'impresa creazione di valore e struttura del capitale, Egea, 1998.

destinati rappresentati quindi dai dividendi, in un'ottica e con un operare prevalentemente finanziario basato anche sulla differenza tra prezzo di vendita delle azioni e loro rispettivo prezzo di acquisto.

L'idea di concentrarsi sul lato degli azionisti ha però come conseguenza il fatto che venga trascurata l'importanza delle richieste di tutti gli altri soggetti interessati alla vita dell'impresa e che con essa entrano in contatto. Proprio per questo motivo si sono sviluppate poi teorie più recenti le quali hanno concentrato l'attenzione sulla creazione di valore per tutti i portatori di interesse dell'impresa e non più solamente per i soli soci, passaggio che sancisce la maggiore importanza per lo stakeholders value nei confronti dello shareholders value.

La soddisfazione di tutti gli stakeholders prevede la necessità di far combaciare interessi differenti, se non contrastanti, e per questo la realizzazione di tale obiettivo implica sforzi considerevoli che, nel caso in cui dovessero risultare proficui, richiederebbero un giusto livello di ricompensa per i manager che sono stati in grado di realizzare questa matching. Quando l'azienda risulta performante nella creazione di valore inoltre, essa si presenta come un investimento profittevole e si apre quindi ancora più possibilità nel reperire nuovi capitali che potrà impiegare, di nuovo, a beneficio di tutti i suoi interlocutori.

Nel momento in cui questi ultimi sono travolti da uno spirito collaborativo che esclude la volontà di prevalere sugli altri, si viene a raffigurare un contesto in cui ciascuno di questi soggetti sarà in grado di raggiungere i propri obiettivi e la soddisfazione delle proprie aspettative, in un gioco di collaborazione che vede operare sullo stesso fronte manager, azionisti, fornitori, clienti, personale e tutti i soggetti che in qualche modo sono legati alla vita dell'impresa.

La difficoltà maggiore è senza dubbio rappresentata dal livello di cooperazione che dovrebbe investire tali soggetti che potrebbero essere indotti ad agire per il proprio tornaconto a scapito di altri, pertanto si tratta di un equilibrio di non immediato raggiungimento ma anche di difficile mantenimento. La responsabilizzazione di tutti i soggetti che circondano l'impresa ha come fine quello di vederli agire alla stregua di veri e propri azionisti, in modo da diffondere questa cultura collaborativa come driver nella creazione di valore. Nel momento in cui si viene a consolidare questo scambio di risorse tra operatori (organizzazioni ed istituzioni) si struttura una base stabile e forte per avviare un'evoluzione a livello economico con ottica di lungo periodo.

Parlare di collaborazione con alle spalle una realtà competitiva in cui ogni impresa deve

tentare di superare momenti di crisi non è facile ed ancora meno semplice è mirare all'attuazione di tale cooperazione soprattutto se tra i soggetti coinvolti è diffusa l'idea per cui ci possa essere sempre qualcuno pronto a cambiare le regole a proprio favore. L'importanza di questo argomento in tempi recenti viene largamente sostenuta. "L'impresa è il luogo in cui si alimenta al massimo grado la relazione tra individui, tra individui e organizzazione, tra individui, organizzazione e ambiente esterno, rapporto intorno cui ruotano le sorti economiche e dell'intera società. Mai come oggi la vita dell'impresa e quella degli individui si intersecano strettamente. Il comportamento, gli stili di vita, le culture e le competenze degli individui modellano quelle del sistema di produzione. Il comportamento e la governance del sistema, a sua volta, indirizza e condiziona quello degli individui."[7]

E' indubbio che la comunicazione sia alla base delle relazioni ed all'interno di un'organizzazione le parti non hanno altra scelta se non quella di relazionarsi le une con le altre per procedere verso una direzione comune. La comunicazione quindi risulta fondamentale allo scopo della creazione di valore e funge inoltre da mezzo di diffusione della conoscenza.

"Una singola impresa in un particolare momento è depositaria di una gamma assolutamente specifica di conoscenze produttive, gamma che implica non di rado caratteristiche sue proprie per le quali essa si differenzia da imprese apparentemente consimili nello stesso settore produttivo"[8].

Diversamente da quanto avviene tramite dati ed informazione, la conoscenza rappresenta una virtù in grado di determinare in modo dinamico la situazione presente e futura dell'impresa, non focalizzandosi quindi solamente su valori passati e presenti connessi alla staticità dei dati contabili. Grazie alla conoscenza quindi si sviluppa la possibilità di rendere l'informativa relativa a tali dati ancora più utile.

Focalizzandosi sul concetto di conoscenza, il valore che da quest'ultima può scaturire ed andare a favore dell'impresa deriva dal capitale umano, dal capitale strutturale e da quello che si sviluppa a causa dei rapporti interpersonali tra i soggetti coinvolti.

Il primo, il capitale umano, scaturisce da tutte quelle competenze, conoscenze, capacità ed attitudini proprie dei soggetti che con l'impresa operano.

Il secondo invece fa riferimento alle qualità uniche di ciascuna impresa derivanti dallo sviluppo di brevetti, softwares e sistemi informativi.

---

7 Squinzi Giorgio, Ritornare ai grandi valori per rispondere alla crisi, Il Sole 24 Ore, 2015.
8 Nelson Richard, Evolutionary Theory of Economic Change, Harvard University Press, 1990.

Infine, non meno importante risulta essere il terzo aspetto, ossia il grado di relazione che l'impresa riesce a stabilire con, ad esempio, clienti e fornitori ed il grado di soddisfacimento che traspare da questo rapporto, il quale è indispensabile per permettere a questi soggetti di lavorare bene insieme gli uni con gli altri.
Soprattutto questo ultimo punto rappresenta un qualcosa di fondamentale per l'ottenimento di un vantaggio competitivo.
La conoscenza quindi, intesa nella sua più ampia accezione comprendente tutti gli aspetti sopra elencati, viene classificata come risorsa critica nella creazione di valore e permette di accumulare esperienza, necessaria a fronteggiare i cambiamenti mossi dal mercato. La rapidità con cui un'impresa si adatta e fronteggia le nuove sfide che le si presentano è infatti un fattore di successo in quanto la rende dinamica e capace di affrontare congiunture sfavorevoli in maniera più performante rispetto ad altre concorrenti.
Per riassumere, quindi, il valore ha una chiara dipendenza da elementi quali i beni intangibili che si basano sulla conoscenza come ad esempio il know how tecnologico, l'immagine di mercato, l'attenzione nei confronti del cliente. A questi temi vengono successivamente dedicati interi capitoli.

1.2 La teoria della creazione del valore di impresa

La teoria della creazione del valore si fonda sul principio secondo il quale la creazione di valore rappresenta per l'impresa l'unica possibilità di sopravvivenza e di successo in una condizione di libera economia e di libero mercato e per questo motivo viene vista dall'impresa stessa come "criterio guida di comportamento e come misura chiave della propria performance economica"[9].
Il fine ultimo aziendale diventa quindi, in primis, la creazione di valore e successivamente la sua diffusione.
L'unica chance che ha a disposizione l'impresa per risultare performante nel lungo periodo è quella rappresentata quindi dall'autogenerazione di valore.
Essendo quest'ultimo l'obiettivo che guida l'azienda, la strategia da essa attivata dev'essere quindi sempre allineata a questo proposito.
Tale modo di intendere il benessere dell'impresa si è sviluppato a partire dagli anni Ottanta ed

9 Donna Giorgio, La creazione di valore nella gestione dell'impresa, Carocci, 1999.

ha iniziato a prendere forma nel momento in cui l'approccio che si identifica con la massimizzazione del profitto ha iniziato ad essere considerato non più accettabile in quanto ritenuto orientato solamente nei confronti degli interessi dei proprietari d'azienda o dei manager.

La teoria della massimizzazione del profitto infatti tiene in considerazione solo il beneficio prodotto nei confronti di questi ultimi, lasciando esclusi invece gli altri interlocutori che sono comunque legati alla vita dell'impresa.

La diffusione del nuovo approccio, al contrario, considera l'obiettivo di creazione del valore come un risultato che deve essere ricercato per tutti gli stakeholders. Esso infatti non si limita necessariamente ed esclusivamente ad intendere il valore prodotto per una sola categoria di soggetti (coloro che apportano capitale proprio), bensì si propone anche di ricercare il beneficio per gli altri portatori di interesse che rientrano nel perimetro aziendale e partecipano alla vita stessa dell'impresa in quanto con essa, in un modo o nell'altro, operano.

L'obiettivo di creazione del valore, secondo la teoria stessa quindi, considera ed accoglie anche gli interessi degli altri interlocutori diversi da azionisti e manager e si origina nel momento in cui si manifestano nel mercato dei cambiamenti strutturali che rendono necessari cambiamenti nella gestione di impresa a livello operativo, soprattutto a causa di una sempre maggiore complessità relativa ai sistemi produttivi. Diventa quindi necessario trovare un diverso indicatore o meglio un altro metodo di calcolo per determinare il valore d'azienda. Questo per avere una più chiara rappresentazione delle potenzialità di generazione di valore dell'impresa.

Nel parlare dei benefici rivolti agli stakeholders non vengono intesi infatti i valori estrapolati dai dati di bilancio (quali i ricavi o l'utile netto), bensì i flussi monetari che rappresentano materialmente le entrate di denaro derivanti dalla gestione delle attività dell'impresa. Similmente nell'intendere i costi sopportati dall'impresa, quello a cui si rivolge l'attenzione è il costo del capitale e quindi il rendimento che si dovrebbe generare dagli investimenti attuati dall'impresa con l'obiettivo di remunerare sia il capitale di debito sia il capitale di rischio che viene investito nell'impresa.

E' ormai diffusa la concezione che vede l'azienda come un investimento nel quale scommettere risorse economiche con l'obiettivo di ottenerne ritorni soddisfacenti.

Da questa definizione di azienda ne deriva l'importanza di considerare valori di flusso, e non solo valori di stock, relativi ai ritorni di questa tipologia di investimento e comprendenti

quindi anche aspetti e considerazioni che sono collegati alla gestione futura in ottica prospettica.

La vita dell'impresa e la propria capacità di proseguire nell'attività nella quale è inserita dipendono dalle risorse che in essa vengono investite sotto varie forme. Il primo sforzo è dunque quello di reperire tali risorse le quali, essendo presenti in maniera limitata sul mercato, hanno un costo, e di conseguenza devono essere successivamente remunerate. L'azienda tuttavia ha la capacità di influenzare solamente in minima parte tale costo a causa dell'esistenza di un mercato nel quale si formano i prezzi tramite l'incontro tra domanda ed offerta. Nel mercato inoltre si aprono possibilità incredibilmente vaste di investimenti alternativi. Ogni investimento alternativo si accolla un grado di rischio differente e nel momento in cui un investitore decide quale tra i rischi presenti è disposto ad accollarsi, sarà portato a richiedere un livello di remunerazione congruo con il livello di rischio sopportato. Allo stesso modo l'azienda è chiamata a remunerare adeguatamente il capitale ricevuto in qualità di investimento.

Secondo la teoria del valore, il valore generato dall'impresa è rappresentato da ciò che residua dopo che essa ha proceduto alla remunerazione di tutte le fonti che hanno contribuito al suo finanziamento. Non è sufficiente quindi, per considerare un'impresa performante, che essa abbia realizzato risultati positivi in quanto se questi non sono in grado di remunerare tutte le risorse che hanno contribuito alla loro formazione in realtà l'azienda non ha creato valore, quanto piuttosto lo ha distrutto. Se un'impresa non è in grado di remunerare tutte le risorse che in essa sono state investite, rischia di non venire valutata alla stregua di un investimento profittevole e per questo motivo non riuscirà ad ottenere così facilmente altre risorse dal mercato da impiegare nella propria attività. Per questo motivo si ritiene che la creazione di valore sia un obiettivo imprescindibile per la vita dell'azienda; in mancanza di capitali a sua disposizione infatti l'operatività dell'impresa non può perdurare ed è ovvio che il mercato è ricco di investimenti alternativi e redditizi.

La creazione di valore rappresenta un processo caratterizzato da due momenti fondamentali ben distinti.

Il primo è quello che ha a che fare con la gestione, ossia la ricerca di quelli che potrebbero essere i potenziali elementi su cui fare affidamento per creare valore. La gestione deve puntare a far accrescere il valore economico dell'impresa. Quest'ultima deve inoltre necessariamente operare in un'ottica proiettata avanti nel tempo e non focalizzarsi sul risultato

di periodo come accadeva quando l'obiettivo che essa si prefiggeva riguardava la massimizzazione dei profitti. L'importanza della gestione infatti non viene più rivolta alla ricerca di un differenziale positivo emergente dalla differenza tra costi e ricavi quanto piuttosto alla ricerca ed allo sfruttamento delle potenzialità dell'impresa nella creazione di risultati migliori. Il risultato economico di periodo ricavabile dalla contabilità aziendale e considerato fondamentale per il calcolo della redditività del capitale proprio non è più sufficiente infatti ai fini della disamina del valore aziendale, non esprimendo le potenzialità prospettiche di cui l'impresa si fa portatrice.

In un contesto produttivo caratterizzato da un'incredibile varietà ed imprevedibilità della domanda poi, anche la produzione deve adattarsi a queste nuove regole sviluppate dal mercato.

Il secondo momento ritenuto fondamentale dalla teoria del valore si identifica con il controllo, che altro non è che la misurazione periodica della performance ottenuta dalle scelte di gestione.

I parametri che fino ad un determinato momento sono stati utilizzati per la valutazione delle performance aziendali perdono di significato nell'ambito della teoria del valore. I tradizionali elementi ed indicatori contabili diventano quindi non più sufficienti a livello informativo in quanto limitano la comprensione dell'effettiva redditività dell'impresa e, come già detto, non prevedono nemmeno di apprezzare quelle che sono le prospettive reddituali future.

La combinazione di dati che scaturiscono dal bilancio per esempio non vengono considerati più indicatori attendibili per il calcolo del valore di impresa per come viene inteso da questo approccio al valore. A questo proposito basti pensare ad esempio come indicatori quali ROE e ROI possano essere incrementati abbassando dei costi che possono venire ridotti solamente in un'ottica di breve periodo, essendo insostenibile la possibilità di tenerli a livelli così bassi anche nel lungo termine. Nemmeno l'utile apporta un'informazione totalmente esaustiva del valore di impresa in quanto risultante dall'applicazione di politiche di bilancio. Esso è inoltre portavoce del solo risultato contabile dell'esercizio in corso e non delle performance future, e non permette nemmeno di spiegare i fenomeni generatori di valore.

Per citare un ulteriore esempio, neanche gli utili per azione contengono un'informativa del tutto esaustiva della potenzialità dei titoli detenuti dagli azionisti e dell'apprezzabilità del rendimento che ne deriva in quanto il loro valore viene incrementato quando il rendimento del nuovo capitale impiegato risulta più elevato rispetto al costo del debito.

Parametri come il reddito e la situazione patrimoniale quindi non possono più essere considerati come elementi in grado di esprimere in maniera soddisfacente e completa i risultati di impresa, proprio perché essi non permettono di cogliere determinate caratteristiche della stessa.
Si tratta come già detto di una teoria orientata in avanti ed avente ottica prospettica in quanto l'attenzione risulta focalizzata sulle potenzialità future di generare risultati e non più sull'utile che emerga dal bilancio di esercizio quale differenza positiva tra ricavi e costi.
L'orizzonte temporale considerato dalla teoria del valore per queste valutazioni dipende in realtà in linea di massima dalla pianificazione che l'impresa riesce a fare dei risultati che si prefigge di raggiungere.
L'estensione quindi di questa programmazione non è precisa, ma dipende dalle caratteristiche proprie dell'impresa in oggetto, in termini per esempio di ciclo di vita del prodotto e vita residua delle immobilizzazioni.
I ritorni che l'impresa si aspetta di realizzare devono basarsi quindi su previsioni attendibili sulla base del business intrapreso dalla stessa in modo che queste ultime vengano determinate in maniera ragionata sottoforma di valori espressi su base annuale.
L'impresa riesce a generare valore quando il capitale investito nella stessa riesce a produrre un ritorno maggiore rispetto al costo sostenuto per la sua produzione.
Nell'ambito della teoria del valore assume importanza il concetto di costo del capitale.
La sua determinazione risulta fondamentale dato che l'obiettivo dell'impresa che punta a generare valore deve essere quello di ottenere ritorni soddisfacenti in grado di remunerare il capitale investito.
La creazione di valore rappresenta quindi la capacità che un'impresa dimostra nel portare il rendimento del suo capitale a livelli più elevati del costo sostenuto per la realizzazione di tali esiti positivi.
Il capitale investito nell'impresa deriva da fonti riconducibili a categorie differenti di soggetti e principalmente viene suddiviso in capitale proprio e capitale di debito, il primo è quello messo a disposizione dagli azionisti mentre il secondo è quello preso a prestito da terzi.
I soggetti che apportano capitale nell'impresa lo fanno come appena detto a diverso titolo, per cui è ovvio prevedere che il grado di rischio di cui si fanno portatori non è paragonabile. L'azionista ad esempio rischia ovviamente di più di quanto non faccia un qualsiasi altro finanziatore che non sia socio. A conseguenza di quanto detto risulta ovvio sostenere come i

tassi rappresentativi del valore del costo del capitale per entrambe queste categorie di soggetti differiscano anche in maniera significativa.
Il capitale di debito è relativamente più semplice da determinare, derivando dalla media ponderata dei tassi che fanno capo alle differenti fonti di finanziamento.
Il capitale proprio invece, o capitale di rischio, prevede un procedimento un po' più complesso per la sua determinazione proprio per le caratteristiche intrinseche che possiede. Esso infatti è rappresento dal costo opportunità che corrisponde al rendimento totale che un investitore si aspetta di conseguire da investimenti alternativi aventi medesimo grado di rischio di quello in questione.
Il punto di partenza per il calcolo di questo indicatore è rappresentato dal Capital Asset Pricing Model, un modello che permette di spiegare il rendimento del capitale proprio sulla base di una formula che mette in relazione il tasso risk free relativo ad investimenti privi di rischio, l'indice di rischiosità dell'investimento nel settore in cui opera l'impresa che viene rappresentato da un coefficiente beta ed il premio per il rischio di mercato associato al capitale di rischio.
Dall'applicazione del modello CAPM deriva quindi la remunerazione che gli azionisti si aspettano di ricevere dal proprio investimento.
Una volta determinato il valore del costo del capitale rappresentativo di tutte e due le categorie di finanziatori dell'impresa, deve essere ricercato un valore univoco che conduca ad un unico indicatore. Quest'ultimo viene chiamato costo medio ponderato del capitale in quanto rappresenta la media dei due tassi precedentemente calcolati singolarmente. La media ricavata, come dice il termine, viene ponderata sulla base del peso che le diverse fonti di finanziamento hanno sul totale del capitale a disposizione dell'impresa. Il costo del debito ed il costo dell'equity vengono quindi posti in relazione sulla base della struttura finanziaria che caratterizza l'azienda. I rendimenti richiesti dai finanziatori e dai soci si raccolgono in un unico tasso denominato WACC che rappresenta appunto il valore minimo richiesto di ritorni per investire liquidità nell'impresa.
Sono numerose le fonti in cui si possono trovare informazioni dettagliate riguardo i calcoli e le formule matematiche e finanziarie utili per determinare il valore di impresa attraverso i metodi che utilizzato il tasso WACC, per cui non viene previsto in questa tesi di dilungarsi eccessivamente ed in maniera dettagliata sulla trattazione di questo tema.
Risulta tuttavia importante sottolineare come il WACC sia fondamentale nel calcolo del valore

di un investimento, e poiché l'impresa stessa viene vista come potenziale investimento da parte degli investitori presenti sul mercato, questo tasso è significativo anche per giungere al valore di impresa.
Una volta stabilito il WACC esso viene utilizzato ed applicato per l'attualizzazione di determinati elementi nei metodi per la valutazione del valore aziendale basati sui flussi di cassa. Questi ultimi vengono quindi stimati puntualmente annualmente per un ragionevole periodo di tempo, oltre il quale invece ai fini di rendere più snella la valutazione si procede a calcolare un cosiddetto valore terminale significativo di quella che sarà la redditività futura generata dall'impresa prevedendone una crescita stabile nel tempo.
L'attualizzazione di tali flussi operativi al tasso rappresentativo del costo medio ponderato del capitale fornisce un'indicazione di quello che è il valore dell'impresa calcolato tramite il metodo dei flussi di cassa nella visione cosiddetta asset side.
Il valore che si ricava rappresenta il valore totale di impresa che viene poi diviso tra quanto spetta agli azionisti e quanto spetta agli altri finanziatori.
Il valore a cui la teoria del valore cerca di fare riferimento quindi è il valore economico rappresentato dal valore degli asset in place, il quale viene successivamente incrementato con quello rappresentato dalle possibilità di crescita delle quali si tiene conto nelle valutazioni puntuali dei flussi di cassa futuri.
L'impresa, secondo la teoria del valore, altro non è come già detto che un investimento ed in base al rendimento che sarà in grado di generare, sarà valutata di conseguenza dal mercato.
Il vero significato di creazione di valore ha iniziato ad essere strettamente collegato con quello di capitale economico che vede appunto l'impresa come un'opportunità, per cui per creare valore è necessario procedere puntando alla crescita del valore del capitale economico stesso. Quest'ultimo, insieme alle variazioni intervenute nello stesso, sono diventati i principali parametri valutativi per l'identificazione del vero valore di impresa.

1.3 La diffusione del valore creato dall'impresa

La cultura della creazione del valore e della sua distribuzione sono considerate virtù in grado di attrarre verso l'impresa collaboratori altamente qualificati, interessati a farne parte e dare il meglio di sè per condividere i risultati aziendali ed immergersi in possibilità di realizzazione personale e lavorativa.

Il rapporto con queste figure infatti diviene di fondamentale importanza, in quanto è proprio grazie al loro coinvolgimento ed alla loro responsabilizzazione nei confronti dell'azienda, che la stessa può mirare a migliori risultati.

Si sviluppa quindi la concezione dell'importanza della valorizzazione del ruolo di tutti gli stakeholders per il raggiungimento degli obiettivi aziendali, offrendo loro un ambiente vivo e stimolante, ricco di mezzi e possibilità per accrescere la propria posizione a livello professionale ed individuale.

Con il termine stakeholder si intendono "coloro che possono influenzare o sono influenzati dal conseguimento degli obiettivi di un'organizzazione" oppure "quei gruppi senza il cui sostegno un'organizzazione finirebbe di esistere."[10]

Ecco quindi che, da questa idea, si spiega il legame tra benessere dei collaboratori da una parte e prosperità dell'azienda dall'altra, obiettivi raggiungibili solamente se la finalità di creazione del valore diviene propria della cultura d'impresa.

A partire da questo, il principale dibattito di cui si è fatta portatrice la teoria della diffusione del valore di impresa riguarda quindi la decisione relativa a quali soggetti la creazione di valore deve essere rivolta.

Le due principali teorie si confrontano quindi sull'identità degli attori beneficiari di tale valore. Si sviluppa da questo momento la contrapposizione tra shareholder value e stakeholder value (la prima sostenuta da Myers 1977 e la seconda da Freeman 1984).

La prima prospettiva ha come obiettivo quello della massimizzazione della ricchezza per gli azionisti e della valorizzazione del rendimento per questi ultimi in termini di dividenti e capital gain. Il governo dell'impresa, di conseguenza, è indirizzato alla soddisfazione dei loro interessi.

Gli azionisti sono coloro che apportano capitale di rischio nell'impresa e per questo motivo si accollano il rischio derivanti dai risultati della gestione, sfidando l'incertezza degli stessi ed esponendosi a tale incognita. Questo sforzo e questa loro posizione ovviamente va di pari passo al desiderio da parte degli stessi di attribuirsi il potere di poter influenzare e decidere sulle scelte di creazione di valore, in quanto l'azionista è consapevole che verrà remunerato dopo tutti gli altri. Rispetto agli altri soggetti che entrano in relazione con l'impresa e che con essa stabiliscono dei legami, l'azionista rischia quindi di più. Seguendo questo ragionamento si spiega perché storicamente il principale obiettivo di impresa si sia configurato con il ritorno

10 Freeman Robert, A Stakeholder theory, Cambridge University Press, 2010.

per gli azionisti.
Secondo questa teoria nel momento in cui si riesce a creare valore per gli azionisti lo si ha creato anche per gli altri stakeholders, dato che la remunerazione dei primi avviene solamente in via residuale dopo che tutti gli altri sono stati soddisfatti. A supporto di questa teoria si presenta anche la considerazione del fatto per cui il rischio che sostengono gli azionisti è maggiore rispetto a quello sostenuto dagli altri soggetti che sono invece salvaguardati da garanzie di altra natura, come ad esempio da impegni di tipo contrattuale.
Come precedentemente discusso tuttavia l'azionista non può essere considerato però unico destinatario del valore aziendale e la sua soddisfazione non può andare a scapito del benessere degli altri stakeholders.
Il secondo approccio infatti si concentra sul valore prodotto a beneficio di tutti gli stakeholder (compresi anche gli azionisti) in quanto l'impresa si configura come un'istituzione responsabile ad un più elevato livello sociale.
Accanto all'obiettivo di creare profitti per gli azionisti quindi, si accosta anche l'intenzione di creare relazioni e legami anche con gli altri portatori di interesse.
Nel momento in cui il valore va direttamente a beneficio dei portatori di interesse, questi ultimi percepiranno una maggiore motivazione nel contribuire alla creazione dello stesso.
L'intenzione è quella di bilanciare gli interessi dell'impresa, degli azionisti, dei manager, dei clienti, dei fornitori, dei dipendenti, del mercato e della società attraverso un operare che offra a questi soggetti una gestione caratterizzata dal massimo livello di trasparenza.
D'altro lato è anche vero che la grande varietà di interessi contrapposti non rende immediata l'attuazione di questa prospettiva. Ovviamente inoltre, più sono i soggetti che vogliono dare voce e spazio alle proprie idee ed esigenze, maggiori saranno gli scontri per trovare un potenziale accordo verso una direzione comune. Risulta infatti palesemente complesso gestire questi problemi di governance e riuscire a coniugare obiettivi che sono non solo divergenti ma sostanzialmente sempre in contrapposizione tra loro. Da un lato infatti i dipendenti chiedono una sicurezza economica e determinate condizioni di lavoro, i clienti prezzi competitivi, i fornitori pagamenti puntuali, le banche il rimborso del prestito, i manager la possibilità di carriera e potere, gli azionisti di maggioranza il controllo e quelli di minoranza un ritorno soddisfacente del proprio investimento.
Per stimare il valore per gli azionisti si dovrebbe focalizzare l'attenzione sul valore di mercato qualora il mercato fosse efficiente ma, a causa della non perfetta efficienza di mercato,

l'azienda apre i propri orizzonti nei confronti di una visione sociale dell'impresa focalizzata sui benefici che possono essere apportati a tutti gli stakeholders.
La conseguenza di quanto detto sopra ha come risultato quello per cui il valore creato non viene considerato limitatamente a quella che è la remunerazione del capitale proprio, ma incorpora al proprio interno anche il valore relativo, ad esempio, agli stipendi dei dipendenti, alla soddisfazione dei clienti, ai costi per beni e servizi pagati ai fornitori e da loro messi a disposizione, agli interessi pagati ai finanziatori dell'impresa ed alle imposte dirette allo Stato.
Il punto di partenza quindi resta essere quello del valore per gli azionisti ma a questo viene imposto una sorta di vincolo che riguarda prima di tutto la soddisfazione degli stakeholders.
Secondo questa visione si riesce a coniugare una sorta di punto di incontro tra l'approccio che supporta lo shareholder value e quello che invece predilige lo stakeholder value.
Lo shareholder value secondo quanto detto precedentemente risulta essere quindi relativamente di facile misurazione per avere un'idea del valore aziendale che l'impresa ha generato. Esso rappresenta però solamente una base di partenza che non può non tenere in considerazione la soddisfazione di ciò che gli altri stakeholders si attendono dalla gestione dell'impresa.
Le due teorie vengono combinate con l'unica accortezza del vincolo sopra menzionato in fase di massimizzazione del valore per gli azionisti.
Nel caso in cui l'impresa non riuscisse nel corso del proprio operare a mantenere tale obiettivo incorrerebbe nel rischio di venire abbandonata a favore di altre realtà sul mercato più idonee a soddisfare i benefici dei suoi portatori di interesse.
In questo modo e con tale garanzia, i portatori di interesse non si sentono espropriati del proprio diritto a godere di tali benefici, anzi sono spinti così ad una partecipazione sempre più attiva ed interessata ai rapporti economici con l'impresa, che indirettamente ha effetto sul processo di creazione del valore.
La costruzione di relazioni migliori con i principali portatori di interessi quali dipendenti, clienti, fornitori e società può portare ad un incremento del benessere e della ricchezza degli azionisti aiutando l'impresa a sviluppare beni intangibili e preziosi che possono essere fonte di vantaggio competitivo.
La natura del business ha poi un impatto non indifferente sulle modalità con cui viene intrapresa l'attività imprenditoriale.
Le procedure con cui vengono finanziati gli investimenti verso i quali si indirizza l'impresa

sono infatti collegate con le opportunità di crescita della stessa. Il mix quindi tra capitale di equity e capitale di debito è considerato un elemento importante non solo per la definizione della struttura del capitale di impresa ma anche per le decisioni aziendali. Il modo in cui i diritti di controllo vengono allocati nella realtà aziendale ha un'influenza notevole sui metodi con cui l'impresa procede a distribuire il valore che ha generato.

Da un lato vi sono i creditori, il cui interesse è rappresentato dalla realizzazione di un investimento che garantisca loro un rendimento minimo capace almeno di remunerare il capitale dato a prestito e gli interessi.

Dall'altra parte invece, l'interesse degli azionisti è indirizzato verso la possibilità di ottenere rendimenti potenzialmente illimitati grazie all'apertura verso progetti nuovi anche se rischiosi (d'altra parte è sul rischio che si fonda l'agire dell'azionista).

Tra queste due categorie di soggetti quindi viene suddiviso quanto generato dagli investimenti in corso (asset in place) e dagli investimenti potenziali (growth opportunity).

I diversi obiettivi di queste due tipologie di portatori di interesse portano ad indirizzi e scelte di gestione differenti. Da un lato infatti gli azionisti suggeriscono investimenti rischiosi da intraprendere dato che la diversificazione ha come principale effetto la riduzione del rischio di impresa grazie alla varietà dei titoli detenuti in portafoglio.

Dall'altro lato, soprattutto in caso di indebitamento elevato, le pressioni da parte dei finanziatori sociali non tarderanno a farsi sempre più insistenti, avendo questi ultimi l'obiettivo di evitare di non vedere ripagato quanto gli spetta in caso di fallimento aziendale.

Le modalità con cui si configura la struttura finanziaria dell'impresa, e quindi il peso delle due tipologie di capitale tra le fonti di finanziamento dell'impresa, dipendono non solo dalla composizione degli investimenti intrapresi dall'azienda, e quindi dalla composizione dell'attivo dello stato patrimoniale, ma anche dalle potenzialità di crescita e quindi dagli investimenti futuri.

Le imprese che sono caratterizzate da massicci investimenti ormai consolidati, sono caratterizzate da rendimenti pressoché sicuri, per i quali vi è bassa incertezza circa la loro realizzazione ma elevata possibilità di utilizzare a proprio favore la dotazione della componente fissa a scopo di garanzia nei confronti dei creditori. Si tratta di imprese caratterizzate da una dotazione di capitale tangibile ingente che si presta in maniera eccellente come assicurazione per questi soggetti.

Le imprese che invece sono caratterizzate da elevate possibilità di crescita, non hanno

materialmente modo di dimostrare il valore intrinseco che può scaturire da queste opportunità che sono però considerate di fondamentale importanza perché è proprio dallo sfruttamento di queste ultime che dipende il valore economico dell'impresa, soprattutto in contesti in cui le pressioni competitive sono sempre maggiori. Essendo queste imprese sprovviste di considerevoli dotazioni di asset materiali, si ritrovano nella condizione di non avere effettivamente garanzie fisiche sulle quali fare affidamento e da poter offrire ai finanziatori che le procurano il capitale di debito. L'unico modo che tali imprese possiedono per poter affrontare questo svantaggio è quello di puntare e sfruttare le potenzialità di crescita sopra citate al fine di dimostrare attraverso performance positive la solidità e solvibilità dell'impresa, nonché la sua capacità di far fronte agli impegni assunti nei confronti di questi finanziatori.

La distinzione tra queste due tipologie di imprese diviene via via sempre più marcata, e soprattutto la seconda categoria si è diffusa in maniera talmente massiccia per cui risulta imprescindibile valorizzare il capitale immateriale e finanziarlo allo scopo di permettere lo sviluppo di sistemi economici sempre più moderni e prosperi.

Non essendo le componenti immateriali immediate da cogliere, occorre valorizzare le competenze distintive che esse permettono all'impresa di esibire nei confronti degli altri competitors. Questi componenti intangibili infatti sono noti inizialmente soltanto ai soggetti direttamente coinvolti nell'attività di impresa e non sono immaginabili dai finanziatori esterni che con l'impresa ancora non sono entrati in contatto. Per questo motivo tali risorse rappresentano un patrimonio indispensabile da far conoscere all'esterno.

Le potenzialità in questione devono essere condivise non solo dai manager ma anche da tutta l'organizzazione di impresa e devono, in particolare, non rimanere circoscritte all'interno dei confini dell'impresa, ma raggiungere il mercato. L'apprezzamento da parte del mercato è infatti fondamentale per il successo dell'impresa sotto vari aspetti (a livello di marketing, a livello di diffusione e conoscenza del brand e dell'impresa, a livello di reperimento di risorse finanziarie).

Dopo quanto detto risulta chiaro quanto l'accesso al credito ed ai finanziamenti possa risultare più difficoltoso per imprese con elevato potenziale di sviluppo non palesemente espresso, nel caso in cui esse non attuino strategie ad hoc al fine di mostrare al mercato queste possibilità innovative di espansione e progresso.

Come conseguenza di quanto detto, la comunicazione verso il mercato relativa alla capacità di

creare valore tramite le opportunità di crescita, e quindi tramite asset intangibili, permette all'impresa di reperire finanziamenti ma contribuisce anche a migliorare l'immagine stessa dell'azienda.

Interagire direttamente con il mercato comunicando a quest'ultimo le strategie che si intende attuare risulta essere una metodo proficuo di reperimento di capitali.

L'accuratezza e la quantità delle informazioni che vengono condivise con il mercato è significativa per la creazione di valore ed a questo scopo la comunicazione rappresenta un concetto fondamentale, in quanto è proprio grazie a questa divulgazione di informazioni che tale valore non solamente viene diffuso e condiviso, ma si autogenera dando origine a sua volta a nuovo valore.

L'importanza di una comunicazione forte e diffusa aiuta quindi nel rafforzare e sviluppare il patrimonio intangibile dell'impresa.

C'è da aggiungere inoltre che, se l'impresa acquista un certo livello di fiducia nei confronti del mercato, sarà più facile reperire capitale dallo stesso, sia sotto forma di debito che sottoforma di equity. Pertanto la comunicazione rappresenta indubbiamente un fattore determinante per l'impresa nell'ottenimento di un vantaggio competitivo.

Per concludere, la necessità di determinare il valore aziendale, in passato veniva riconosciuta solamente in riferimento a determinate circostanze, nonché momenti critici della vita dell'impresa, come può essere ad esempio il subentrare di nuovi soggetti nella successione dell'attività imprenditoriale o la cessione della stessa. Successivamente, la crescente importanza rappresentata dal valore d'impresa, ha aperto le porte alla necessità di tenere monitorato costantemente tale indicatore.

CAPITOLO 2

VALUTAZIONI D'AZIENDA

2.1 Il modello contabile nella valutazione delle strategie di impresa

Ai fini della misurazione del valore di impresa occorre indagare prima di tutto sugli elementi che concorrono alla sua formazione ed in secondo luogo sulle modalità e sulle procedure attraverso le quali questo valore viene esplicitato.
Per poter apprezzare dunque quanto l'impresa è stata in grado di generare risulta imprescindibile procedere alla valutazione della strategia che ha permesso di mettere in atto determinati risultati.
Con lo scopo dunque di apprezzare l'indirizzo strategico promosso dall'impresa, si configurano diverse modalità aventi come obiettivo appunto quello di stimare il grado di successo delle decisioni messe in atto dai manager.
L'apprezzamento degli esiti della pianificazione strategica aziendale ha come obiettivo quello di evidenziare se, ed in che misura, i propositi che l'impresa si era prefissata di raggiungere sono stati portati a termine.
Il confronto che scaturisce da questa valutazione permette di trarre poi conclusioni sulla validità della strategia di impresa e sul caso, eventualmente, di indirizzarla verso altri orientamenti giudicati più profittevoli per garantire migliori livelli di performance.
L'analisi della strategia funge quindi da punto di partenza da tenere in considerazione per suggerire ai manager gli indirizzi da intraprendere nel prosieguo della loro attività.
"E' il momento in cui gli operatori economici sono chiamati a discernere tra ciò che è giusto e ciò che è sbagliato, ciò che giova e ciò che non giova nella condizione strategica di un'azienda e a regolarsi di conseguenza nell'utilizzo dei loro margini di discrezionalità."[11]
Tramite la valutazione della strategia aziendale, inoltre, si riesce a dare un peso, ma soprattutto un valore, alle scelte che hanno caratterizzato il percorso dell'impresa.
Un primo modello che funge a questo scopo è quello contabile.
Il modello contabile rappresenta un approccio insostituibile al fine della valutazione della

11 Coda Vittorio, Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa, Giappichelli, 1991.

situazione economica e finanziaria dell'impresa nel suo complesso.
Esso da indicazioni in particolare sulla redditività del capitale, sulla composizione delle fonti di finanziamento, sul livello di liquidità di cui gode l'impresa e sulle movimentazioni relative ai flussi di liquidità, utilizzando dati che vengono esposti nel bilancio, sia esso quello preventivo o quello consuntivo.
Gli strumenti dai quali sono tratte queste informazioni sono appunto quelli di derivazione strettamente contabile costituite da stato patrimoniale, conto economico e rendiconto finanziario, che discendono appunto dall'applicazione dei principi contabili accettati a livello generale.
La partecipazione di questi documenti è fondamentale quando si vuole procedere alla valutazione delle decisioni che sono state prese nell'ambito della gestione del capitale a disposizione dell'impresa.
A partire dunque dai parametri ricavati all'interno di tali prospetti si possono sottolineare gli effetti e l'impatto che la strategia attivata dai manager ha avuto sul patrimonio dell'impresa e sulla sua situazione economica e finanziaria.
In modo particolare il modello contabile permette di considerare le fonti di finanziamento da una parte, e vedere come queste sono state investite nella realizzazione degli impieghi che si trovano nell'attivo dello stato patrimoniale, in modo da valutare se la gestione ha proceduto ad utilizzare le risorse disponibili garantendo e mantenendo una situazione di solvibilità almeno per il periodo oggetto di indagine.
Questo modello, oltre a dare indicazioni sulla composizione delle fonti di finanziamento e sul livello di liquidità di cui gode l'impresa, consente anche di ricavare informazioni circa la redditività del capitale ed il livello della liquidità aziendale.
Il modello contabile è molto utile quindi al fine di far risaltare, sia ex ante che ex post, l'effettivo mantenimento dell'equilibrio economico e finanziario dell'impresa nel suo complesso, essendo quest'ultimo costantemente ricercato in sede di sviluppo della gestione di impresa.

Esso si avvale di indicatori di bilancio quali il ROE ed il ROI per esprimere ad esempio la redditività del capitale proprio e quella del capitale investito. Tali indicatori sono sfruttati per la misurazione delle scelte strategiche operate dall'impresa, non solo a livello globale e quindi in riferimento alle varie aree strategiche nel loro complesso, ma anche limitatamente a livello operativo in relazione ad un singolo business.

Si tratta di un metodo apprezzato per la sua semplicità, in quanto per il calcolo degli indici appena citati è sufficiente analizzare il bilancio di esercizio e ricavare le grandezze da combinare insieme per giungere ai valori ricercati.

Oltre a permettere di rappresentare sinteticamente quali sono gli esiti ottenuti dalle strategie intraprese, esso consente anche parzialmente di stabilire e valutare quali sono le variabili chiave che consentono di raggiungere gli obiettivi strategici di impresa.
Tuttavia, anche se i documenti di bilancio rivestono un ruolo di comunicazione informativa a livello globale circa l'operare di impresa, essi si limitano a valutare il complesso dei mezzi finanziari gestiti, e non le opportunità di investimento o finanziamento considerate singolarmente.
Inoltre, il modello contabile non permette di realizzare un vero e proprio confronto con il mercato, in quanto le misurazioni che da esso derivano si basano esclusivamente su dati di natura contabile che non si fanno portatori di tutti gli elementi che garantiscono un confronto soddisfacente con le altre imprese sul mercato.

Sebbene esso sia di fondamentale importanza per esaminare il rispetto degli equilibri aziendali a livello economico e finanziario presenta comunque anche dei limiti.

I dati estrapolati dal bilancio di esercizio che ne consentono l'analisi sono considerati parametri rilevanti allo scopo di fornire informazioni circa le dimensioni dell'impresa e l'entità, nonché la composizione del suo patrimonio. Tuttavia, essendo espressi in valori assoluti, risultano indicatori che non permettono sempre in maniera efficiente di cogliere ed effettuare paragoni sul progredire della situazione aziendale nel corso degli anni.
Inoltre, non sono considerati così completi da consentire un raffronto con imprese simili e, per questo motivo, non possono dare indicazioni sul posizionamento competitivo nei confronti della concorrenza.
Una delle critiche principali mosse nei confronti di tale modello riguarda l'incapacità dello stesso di consentire l'elaborazione di strategie e valutazioni con un orizzonte temporale di riferimento relativamente ampio e che possa andare oltre il limite rappresentato dai piani pluriennali redatti in sede di pianificazione della strategia.

La criticità inoltre riguarda la sua eccessiva staticità, che non dà la possibilità di valorizzare né eventuali cambiamenti strategici, né le potenziali opportunità prospettiche che possono sorgere nel corso della gestione di impresa. Tale metodo infatti tende a focalizzarsi sulla

composizione dell'attivo e del passivo più che sulle capacità dell'impresa di fruttare liquidità tramite una profittevole gestione dei propri impieghi di stato patrimoniale.

Non vengono pertanto valutate le previsioni di crescita oltre l'esercizio.

"Gli indicatori di redditività estraibili dal bilancio hanno come riferimento temporale il singolo esercizio mentre non tengono in conto le prospettive di redditività futura, le quali invece sono una chiave fondamentale di determinazione del valore economico dell'impresa e della sua dinamica nel tempo. È evidente ad esempio che a parità di ROE o ROI il valore economico di un'impresa risulterà tanto più alto quanto maggiore è la redditività che in futuro ci si può aspettare. Ma è ancora più importante notare che la redditività di esercizio può porsi addirittura in antagonismo con la dinamica del valore del capitale economico. Non è difficile migliorare la situazione a breve peggiorando quella dei risultati futuri e quindi del valore."[12]

Ancora più importante è il fatto per cui questo modello non riconosce il valore finanziario del tempo e quindi non permette di valutare il diverso impatto che possono avere determinati valori allocati in epoche diverse.

"L'approccio tradizionale assegna infatti lo stesso peso per esempio ad un ricavo di 100 previsto tra un anno e ad uno previsto tra 5. Esso inoltre ragionando in base ad una logica economico contabile opera ripartizioni di costi pluriennali non cogliendo le conseguenze derivanti dalla collocazione temporale dell'esborso monetario a essi associato."[13]

Questo limite incide maggiormente quanto più ampio è l'orizzonte temporale delle conseguenze che si manifestano per le strategie pianificate dall'impresa.

Per ovviare a questo problema e garantire una più corretta valutazione strategica sarebbe preferibile esaminare prima di tutta la corretta distribuzione temporale dei flussi prodotti dalla strategia e, in secondo luogo, dare maggior peso a quei flussi che si concretizzano in uscite o entrate monetarie a scapito di quelli relativi invece al reddito.

Inoltre, l'analisi delle componenti che rappresentano il capitale investito viene effettuata sulla base dei costi storici, non permettendo di esprimerne l'effettivo valore di mercato a causa delle valutazioni prudenziali di cui l'impresa si avvale in sede di contabilizzazione, che le impongono la considerazione di valori che devono essere il più possibile certi.

---

12 Donna Giorgio, La creazione di valore nella gestione dell'impresa, Carocci, 1999.

13 Donna Giorgio, La creazione di valore nella gestione dell'impresa, Carocci, 1999.

Anche dunque le modalità con cui vengono ripartiti su singoli esercizi elementi che forniscono la loro utilità su più periodo amministrativi viene considerato un elemento sfavorevole per apprezzare il valore della strategia di impresa.

Procedendo nella disamina di quello che è il modello contabile, occorre inoltre tenere in considerazione un ulteriore elemento fondamentale che caratterizza in maniera negativa tale metodo. Esso infatti non prende in considerazione e non permette di apprezzare il livello di rischiosità dell'attività aziendale. Tenere conto del rischio è indispensabile per una valutazione attenta delle performance dell'impresa in quanto la redditività della stessa, se presa singolarmente e non paragonata alla rischiosità dell'investimento, non fornisce un'informazione completa di come procede la gestione dell'impresa stessa.

Il capitale investito infatti deve essere in grado di produrre un reddito che soddisfi adeguatamente anche il rischio che l'investitore si accolla nell'intraprendere una determinata attività.

Inoltre, conoscere il grado di incertezza dell'investimento e dei risultati di impresa è indispensabile per potere confrontare due opzioni alternative, dato che non tutti i settori in cui operano le aziende prevedono ovviamente il medesimo grado di stabilità ed un ambiente competitivo con le stesse caratteristiche. Due imprese che manifestano una redditività simile possono quindi invece essere caratterizzate da un valore profondamente discordante se soggette ad una diversa rischiosità.

La redditività dell'impresa quindi, per poter rappresentare un'informazione davvero completa ed immediata da sfruttare deve comprendere anche il livello di rischio che l'azienda si trova nella situazione di sopportare, o per lo meno, deve essere confrontata con un indicatore che includa tale rischio, come ad esempio nel caso del costo del capitale.

Quest'ultimo infatti rappresenta il rendimento ottenuto dal medesimo capitale se fosse investito in attività ugualmente rischiose, e stabilirne il valore è imprescindibile per stimare l'effettivo beneficio in capo all'azionista.

A non essere tenuti in considerazione poi, sono anche il potenziale derivante dal capitale intangibile ed il costo del capitale proprio ai fini della valutazione della remunerazione richiesta dagli azionisti.

Per finire, anche le imposizioni che derivano dal sistema fiscale hanno impatto sui valori

rappresentati nei documenti contabili e, nel tentativo di seguire le direttive in ambito tributario, può venire alterata la vera consistenza del capitale di impresa.

Nella determinazione dei valori che vanno poi a formare le grandezze oggetto di indagine, l'impresa si deve adattare alle normative relative ai criteri di valutazione delle posti contabili, che hanno effetto in linea di massima sulla quasi totalità delle voci presenti in bilancio.

Sulla base dei criteri adottati, che si differenziano anche da Paese a Paese, i valori finali di libro finiscono per assumere valori profondamente differenti in relazione ai principi verso i quali questi criteri sono improntati (come ad esempio i principi di competenza e prudenza).

Le prassi contabili con cui reddito e capitale investito vengono determinate, influenzano quindi prima di tutto i risultati di bilancio e poi di conseguenza ovviamente anche il valore assunto dagli indicatori di redditività utilizzati dal modello contabile ai fini delle analisi da esso supportate.

A conseguenza di quanto detto perciò si manifesta la necessità di procedere al passaggio verso altri indicatori per la valutazione delle strategie d'impresa, attraverso procedure ed elementi maggiormente significativi che permettono di ampliare l'informativa derivante dagli indicatori di bilancio.
"Le metriche contabili, in sostanza, sono solo un'esemplificazione di una realtà finanziaria molto più complessa e non sono in grado di interpretare il processo di creazione del valore."[14]

Nonostante tuttavia il modello contabile non venga più considerato il sistema migliore per valutare le strategie e prendere decisioni riguardanti le stesse, risulta una buona base per lo studio e l'analisi dei dati di bilancio.
Al fine dunque di valutare la fattibilità e l'efficacia della strategia verso cui si vuole avviare o si è avviata l'impresa, oltre alla rielaborazione di dati contabili, viene prevista un'altra alternativa, basata sull'attenzione riposta nei confronti dei riflessi che la strategia stessa manifesta sul valore economico dell'impresa o, più specificatamente sul capitale azionario.
L'approccio che si basa quindi su una visione prettamente contabile dell'azienda, e che considera la stessa solamente da un punto di vista patrimoniale valorizzandone esclusivamente gli attivi netti a disposizione, viene sostituita con una percezione della stessa

14 Bartoli Furio, Ossoli Giuseppe, Valore d'impresa e valore intangibile. Una metodologia per la valutazione delle aziende: guida alla misurazione e alla pianificazione del valore, Franco Angeli, 2009, pagina 20.

più dinamica e meno focalizzata su quello che è il suo passato, sulla ricchezza fino a quel momento capitalizzata e sull'attenzione posta sugli utili.
Il nuovo indirizzo, più adeguato a stimare i benefici prodotti dall'impresa, sottolinea l'importanza della capacità della stessa di generare e gestire valore e considera la sua propensione nel produrre tali benefici nel lungo termine.
La necessità di prendere in considerazione una teoria basata sul valore pone le sue basi sulla considerazione per cui, a causa dei limiti sopra elencati, il modello contabile non possa garantire una corretta rappresentazione della performance di impresa a causa della natura prudenziale propria dei sistemi di valutazione da esso adottati.
Ciò che tuttavia questi due modelli hanno in comune riguarda la loro utilità sia per quanto riguarda le valutazioni a preventivo, sia nei confronti di quelle a consuntivo. Infatti, tutti e due gli approcci devono essere in grado di determinare ex ante la fattibilità della strategia che si intende intraprendere, ed ex post i risultati della strategia promossa.

2.2 Il modello del valore per gli azionisti nella valutazione delle strategie di impresa

"Mentre la dimensione delle imprese perde di importanza il mondo degli affari diventa estremamente instabile. È un fatto che impone un ripensamento quasi continuo delle strategie societarie e di settore. Ciò influenza anche i sistemi di valutazione: in un mondo relativamente stabile, semplici regole contabili bastano come basi per le decisioni e normalmente non sono causa di gravi errori. Ma in un mondo in continuo cambiamento come quello attuale caratterizzato da ristrutturazioni, scalate e altre importanti decisioni di investimento, solo l'analisi basata sui cash flow può dire con sicurezza se le decisioni creano valore per gli azionisti. Dato che la turbolenza è ormai parte integrante della nostra realtà, vale la pena di riflettere brevemente sulle modalità di cambiamento dei fattori e sull'importanza della loro influenza sulle decisioni dei capi in materia di creazione di valore."[15]
Dopo aver analizzato i limiti di cui si fa portatore il modello contabile, ai fini di un'accurata analisi delle strategie che determinano il valore di impresa, si valuta la possibilità ci cercare un ulteriore e diverso modello, più adatto a tale scopo.

Il risultato di questa ricerca conduce alla definizione del modello della creazione di valore.

---

15 Copeland Tom, Koller Tim, Murrin Jack, Il valore dell'impresa. Strategie di valutazione e gestione, Il Sole 24 Ore, 2002.

La grandezza che viene presa in considerazione ai fini di questa misurazione è quella rappresentata dal valore azionario, o shareholder value.

La creazione di valore per gli shareholder è fondamentale per la continuità dell'attività di impresa. Quest'ultima infatti, tramite l'operato del management, deve garantire la realizzazione di questo obiettivo.
Sono proprio gli azionisti infatti che, fin dal principio, oltre a farsi carico dell'onere derivante dall'apporto di risorse finanziarie nell'organizzazione, sopportano anche il rischio connesso all'investimento intrapreso.
Per tutta questa serie di ragioni dunque essi si configurano come i diretti portatori di interesse nei confronti dell'impresa e mirano ovviamente a vedere soddisfatte le proprie aspettative.
L'aumento del valore per questi ultimi si traduce in un incremento consequenziale anche del valore delle azioni da loro detenute.
Questa situazione ha riflessi sull'immagine dell'impresa percepita dal mercato, il quale sarà maggiormente attratto ad investire nell'organizzazione aziendale sulla base dei risultati che essa ha dimostrato di saper raggiungere.
Grazie alla più elevata capacità di reperire fonti di finanziamento, aumenta anche la possibilità da parte dell'impresa di ricercare nuovi ed ulteriori investimenti sui quali far fruttare il nuovo capitale raccolto.
Il modello basato sul valore dunque si focalizza sugli interessi detenuti dagli azionisti e sull'obiettivo della strategia nell'accrescimento del valore azionario. Si pone appunto come obiettivo quello di valutare le conseguenze della strategia adottata dai manager, sia in riferimento al valore attualizzato dei dividendi da questi ultimi attesi, sia a livello di maggior valore economico prodotto grazie alla messa in atto delle decisioni manageriali.

Secondo questa impostazione, l'obiettivo fondamentale della strategia di impresa deve riguardare la massimizzazione a livello di valore economico del capitale apportato dagli shareholder, che diventa dunque l'indicatore fondamentale per verificare l'impatto strategico delle scelte di gestione.

La logica che sta alla base di questa considerazione è quella che sottolinea come la ricchezza per questi ultimi venga rappresentata dal valore del capitale che essi hanno apportato all'impresa a titolo di patrimonio investito nell'attività.

In base al metodo della creazione di valore azionario dunque, si assegna alla strategia un

potenziale che si misura a seconda del maggior valore che essa è in grado di generare nei confronti del valore azionario stesso.

I vantaggi che questo modello supporta sono diversi. In primo luogo è improntato ad un'ottica di lungo periodo e, per questo motivo, permette di valorizzare al meglio le prospettive strategiche delle scelte poste in essere dal management, il quale per questo motivo è portato a concentrarsi ed a valutare i risultati di lungo periodo.

Inoltre, esso si pone come scopo quello del mantenimento della clausola che prevede che il costo opportunità del capitale non sia mai superiore al rendimento che viene prodotto dagli investimenti posti in essere dall'impresa.

Per finire, si fonda sulla logica per cui l'azionista sia il fruitore ultimo della ricchezza prodotta dall'impresa, in quanto esso viene remunerato residualmente solo dopo che tutti gli altri portatori di interesse sono stati soddisfatti Per questo motivo, nel momento in cui tale soggetto viene remunerato, si dà per scontato che siano stati adempiuti tutti gli obblighi nei confronti degli altri stakeholder.

Gli effetti delle strategie di impresa vengono analizzati ed apprezzati sulla base dell'effetto che esse producono in termini di aumento del valore azionario.

Per apprezzare questo dato occorre studiare in che modo il valore azionario stesso reagisce in presenza od in assenza della strategia che il management intende adottare.

Il suo valore infatti si ricava dalla differenza percepita in tale grandezza nel momento in cui la strategia viene attuata oppure nel caso in cui non la si intraprenda.

Dato che il valore azionario è la grandezza di riferimento oggetto di verifica, occorre procedere alla sua determinazione.

Esso si ricava in maniera indiretta dalla differenza tra il valore complessivo del capitale operativo di impresa ed il valore riconosciuto alle passività nette della stessa.

Ai fini del calcolo del valore di impresa, il metodo adottato secondo l'impostazione della creazione di valore per l'azionista, è quello dell'attualizzazione dei flussi di cassa generati dalla gestione caratteristica, e quindi dal core business dell'impresa.

Risulta poi necessario procedere all'attualizzazione di queste grandezze in modo da apprezzare il valore finanziario del tempo che incide considerevolmente sul valore di questi

elementi.

La corretta determinazione dei flussi è imprescindibile ai fini di una quanto più precisa valutazione del valore societario totale.

Il flusso di cassa disponibile risulta di facile misurazione in quanto basato sulla rielaborazione di dati già presenti nel bilancio di esercizio. Più complessa invece è la previsione dei flussi futuri prospettici. Essi infatti devono considerare, ai fini di una puntuale misurazione, svariati fattori ed elementi dal carattere aleatorio che non è sempre immediato stimare ma che è opportuno non tralasciare per una più puntuale e precisa valutazione.

Tra i vari elementi che occorre prendere in considerazione nel momento in cui si procede alla stima dei flussi di cassa prospettici, il primo riguarda le informazioni storiche ed i relativi dati come punto di partenza per improntare le valutazioni. Una volta appurato questo valore occorre ragionare sulle possibili evoluzioni e sui potenziali scenari cui l'impresa potrebbe andare incontro nel prosieguo della propria attività.

Prima di tutto essa deve confrontarsi con l'ambiente esterno, con il quale costantemente si relaziona. Per questo motivo, l'analisi dei fattori ambientali non deve mai essere sottovalutata in situazioni che prevedono la stima di flussi aziendali che derivano da rapporti intercorsi con il mercato.

Lo studio dell'ambiente competitivo in cui l'impresa si inserisce è fonte di un'elevata informativa che può essere tenuta in considerazione ai fini dello sviluppo della strategia stessa e, per questo motivo, il contesto in cui opera l'impresa incide in maniera significativa sullo sviluppo del suo indirizzo di gestione.

Tra gli elementi rilevanti che influenzano i flussi di cassa prodotti dall'impresa rientra prima di tutto la competitività del mercato. E' quindi da tenere in considerazione il potenziale ingresso di nuovi competitor che si affacciano in maniera più o meno minacciosa allo scenario competitivo in cui l'impresa si inserisce.

Oltre a monitorare le nuove figure sul mercato, l'organizzazione aziendale deve prevedere di dover far fronte anche alla proposta di nuovi prodotti o differenti tecnologie sviluppate dai concorrenti, e mettere in conto dunque che esse possano incidere sui propri risultati reddituali.

Le strategie dei competitor poi, se attuate in maniera profittevole, possono anch'esse considerarsi elementi destabilizzanti circa le prospettive di reddito ipotizzate dall'impresa.

Come conseguenza a questo, è fondamentale dare il giusto peso non solo alle possibilità che le proprie strategie aprono, ma anche alle azioni poste in essere dalla concorrenza, relative ad esempio all'introduzione di nuove campagne pubblicitarie aggressive od allo sviluppo di prodotti sostitutivi in grado di mettere in discussione gli output offerti dall'impresa.

Per finire, riducendo quello che è in realtà un argomento molto ampio e delicato, anche le disposizioni provenienti dalla legge e dall'impianto normativo possono essere causa di vincoli all'operatività di impresa, limitandone i margini di intervento.

Basti pensare in questo caso agli obblighi imposti dalla legge, non solo in ambito fiscale ma anche in riferimento a tematiche diverse, come ad esempio quella ambientale che sempre più sta influenzando le scelte strategiche di impresa.

Tutte queste considerazioni e tutti questi ipotetici scenari hanno conseguenze sui margini generati dalle imprese e vanno ad influenzare alcuni parametri, come ad esempio i tassi di crescita delle vendite od il valore delle imposte che gravano sull'azienda, che è necessario tenere in considerazione ai fini di una corretta determinazione delle prospettive reddituali future.

Nel processo dedicato alla stima dei flussi di cassa è necessario poi tenere in considerazione gli effetti delle strategie che si intende implementare, e soprattutto riconoscere la possibilità che si configurino diversi avvenimenti capaci di portare ad esiti anche totalmente in contrasto.

Si devono per questo motivo predisporre delle supposizioni circa l'andamento della gestione di impresa, che in base alla direzione che prenderà, avrà effetti sui risultati e quindi sul valore attribuito ai flussi di cassa. A questo scopo può essere utile valutare queste ipotetiche fattispecie sulla base della probabilità con cui si stima che esse si realizzino, in modo da dare anche il giusto peso ad ogni contesto ammesso.

Sulla base di quanto detto è facile capire come la determinazione dei flussi di cassa prospettici avvenga a seguito di considerazioni e decisioni sostanzialmente arbitrarie e sia per questo motivo investita di un grado relativamente ampio di soggettività.

Poiché l'attività di impresa si presume improntata ad una continuità temporale, i flussi da sottoporre a valutazione sarebbero pressoché infiniti. Non potendo però procedere a questa stima in un orizzonte di tempo indeterminato, viene prevista la predisposizione di un'unica grandezza di sintesi che ha l'onere di rappresentare tutti i flussi che, da un determinato

momento, l'impresa dovrebbe essere in grado di generare in una proiezione che mira all'infinito.

Si tratta di un valore che punta a racchiudere una stima approssimativa di quella che sarà la liquidità generata dall'impresa in futuro, in particolare oltre l'orizzonte temporale stimato e rappresentato dai flussi di cassa precedentemente calcolati. Viene chiamato valore residuo ed è considerato un cash flow ipoteticamente perpetuo. Dal momento in cui lo si accosta poi a quelli puntuali precedentemente citati, contribuisce a rendere in maniera più efficiente l'idea del valore dell'impresa.

Una volta determinate queste grandezze si procede quindi alla loro attualizzazione attraverso un adeguato tasso rappresentativo del costo del capitale.

Dovendo quest'ultimo rappresentare il costo del capitale complessivo immesso nel processo aziendale sotto qualsiasi forma e da parte di qualsiasi individuo, esso comprende al suo interno tanto il costo del capitale di debito, quanto il costo del capitale di rischio, in quanto deve permettere la valorizzazione delle attese di remunerazione di tutte le categorie di finanziatori dell'impresa.

Esso si configura come costo medio ponderato del capitale e, applicandolo ai cash flow precedentemente calcolati, permette di ottenere il valore del capitale investito netto.

Procedendo per differenza, e sottraendo a tale grandezza la posizione finanziaria netta dell'impresa, si ottiene la misura del capitale azionario.

La posizione finanziaria netta infatti racchiude in un'unica voce debiti e crediti finanziari e disponibilità liquide, permettendo di isolare appunto la componente finanziaria e stornarla per apprezzare l'effettivo valore del capitale messo a disposizione dagli shareholder.

Una volta ottenuto il valore del capitale azionario in assenza di strategia, si procede al medesimo calcolo con l'accortezza di inserire ai valori precedentemente stimati gli effetti che la strategia a regime ha permesso di generare.

Per apprezzare il maggior valore a favore del capitale azionario creato dalla strategia intrapresa si procede a calcolare la differenza tra queste due grandezze.

Il modello del valore per gli azionisti permette di ovviare in particolare a due dei limiti che invece si riscontrano dall'utilizzo dell'approccio contabile.

Il primo è quello relativo al rischio.

Sulla base degli indicatori che vengono utilizzati per giungere alla stima del valore del capitale azionario infatti, è possibile notare in che modo venga preso in considerazione anche il rischio operativo dell'attività di impresa, così come quello del settore in cui opera la stessa..

Nel momento in cui infatti si procede a calcolare il costo medio ponderato del capitale, si utilizzano parametri espressivi di questi rischi, contenuti nei processi di stima del suddetto tasso.

Inoltre, proprio grazie al processo che prevede la stima dei flussi di cassa prospettici per gli anni a venire e la loro successiva attualizzazione, è facilmente dimostrabile come il modello di creazione del valore per l'azionista si faccia promotore della valorizzazione dei risultati di impresa nel tempo, sottolineando quindi la sua utilità in termini finanziari.

L'utilizzo di questo approccio dunque permette di considerare elementi che non venivano accolti dal modello contabile e di ampliare quindi l'informativa contenuta da quest'ultimo.

Per concludere, è evidente come la scelta della strategia da intraprendere abbia quindi effetti diretti nella creazione di valore per l'azionista, la quale si realizza proprio sulla base di come vengono improntate e poi sviluppate le strategie stesse.

La decisione dei progetti su cui il management decide di focalizzarsi assume dunque un ruolo fondamentale nel raggiungimento della massimizzazione del valore del capitale azionario.

2.3 Il concetto di capitale e le sue accezioni

La nozione di capitale di impresa assume diversi significati sulla base dell'accezione di valore che gli viene attribuita.

Il capitale che viene rappresentato nello stato patrimoniale del bilancio di esercizio nel momento in cui si procede al calcolo del risultato di periodo è il capitale di funzionamento.
Il valore contabile del capitale di un’impresa dunque non è altro che il patrimonio che si legge nello stato patrimoniale.
Esso si sostanzia come la differenza tra poste attive e passive e rappresenta la ricchezza che l'impresa ha a disposizione, determinata a seguito dell'applicazione dei principi contabili

considerati vincoli nella redazione del bilancio.
Il valore contabile del capitale quindi non è in grado di stimare alcune delle risorse intangibili dell'impresa, le quali sono tuttavia sempre più imprescindibili al fine di mantenere nel tempo il livello di competitività raggiunto dalla stessa, soprattutto in scenari di mercato in continua evoluzione.
Il patrimonio di funzionamento dunque è un dato a consuntivo, che non racchiude in sé la valutazione delle capacità prospettiche future dell'impresa di generare valore e per questo non viene considerato un parametro da utilizzare allo scopo di rendere espliciti gli obiettivi strategici aziendali.
Infatti, tramite tale indicatore, ed altri di origine contabile, è più facile dare una misurazione di quanto si è investito piuttosto che di quanto si è creato, escludendo dall'analisi del valore del capitale le aspettative di crescita.
Nel momento in cui un'impresa si pone sul mercato in cerca di capitale, per ottenere risultati, deve essere in grado di dimostrare la sua attitudine nel produrre ricchezza.
Il valore economico, quindi, è quella grandezza che permette di valorizzare questa capacità economica.
Esso infatti si caratterizza per farsi portatore di un'ottica orientata anche ai risultati prospettici, in quanto si fa portatore anche delle capacità reddituali future dell'impresa.
Il concetto di valore economico è ampiamente discusso nella letteratura.
Si sostanzia come quell'entità in grado di comprendere qualsiasi elemento significativo che concorre alla produzione di ricchezza futura e per questo è considerato il parametro ideale che meglio si presta a delineare il valore di impresa, soprattutto in sede di negoziazioni di aziende.
Proprio in ambito ad esempio di cessione del complesso aziendale infatti, l'adozione del capitale di funzionamento per la valutazione del complesso aziendale avrebbe come conseguenza infatti la sottostima del suo effettivo valore, che andrebbe a scapito perciò del soggetto cedente.
Tra le cause che sono alla base della profonda diversità di valore che i due concetti di capitale possono accogliere, vi è innanzitutto l'applicazione di criteri di tipo prudenziale imposti dalla normativa in sede di redazione del bilancio di esercizio che, proprio per evitare vengano espressi utili gonfiati, tende a limitare la rappresentazione in bilancio delle potenzialità dell'impresa, basandosi solo ed esclusivamente su quanto è stato realizzato.
Inoltre, sempre per lo stesso principio, nel bilancio di esercizio non c'è modo di valorizzare il

complesso delle risorse immateriali di vario genere di cui l'impresa si fa portatrice e che molto spesso sono invece considerate fondamentali per il proprio posizionamento strategico nel mercato e per il vantaggio competitivo che le garantiscono.
Tra gli elementi dunque che entrano a far parte del concetto di valore economico del capitale in sede di sua valutazione rientrano quelli inerenti, dal lato dell'attivo, agli investimenti realizzati ed in corso di realizzazione, ai crediti ed alla liquidità, e dal lato del passivo, a tutte le obbligazioni assunte dall'impresa nei confronti dei terzi. Vanno poi tenuti in considerazione anche tutti quei beni immateriali che anche non trovando collocazione tra le voci contabili rientrano tra le fonti di valore di cui gode l'impresa.
Occorre aggiungere inoltre che, dal momento in cui si guarda all'impresa come ad un'entità che si pone come obiettivo quello di durare nel tempo, risulta necessario includere e valutare nel calcolo volto alla determinazione del suo valore, anche quello dei flussi di cassa futuri e prospettici, che le permetteranno di proseguire la propria attività e di perseverare nella realizzazione di profitti.
Da quanto detto perciò, il capitale economico rappresenta il valore "che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale di un'azienda, trascurando la natura delle parti, la loro forza contrattuale e gli specifici interessi ad eventuali negoziazioni."[16]
Sulla base della definizione riportata si può notare come tra gli altri elementi che non vengono considerati in sede di determinazione del capitale economico, vi è anche la forza contrattuale delle parti. Nella stima di quest'ultimo quindi non rientrano le potenzialità viste dall'acquirente in sede di ipotetico acquisto e quelle percepite dal venditore in sede di eventuale cessione e, per questo motivo, il capitale economico differisce anche dal prezzo di vendita.
Esso può anche essere definito come la remunerazione che un investitore si attende di ricevere a seguito dell'investimento posto in essere. L'obiettivo di questo soggetto è quindi quello di ottenere il maggior beneficio possibile dal capitale impiegato in una determinata attività.

"La determinazione del valore economico di un'impresa funzionante è uno dei compiti più ardui ai quali possa essere chiamato un esperto di finanza. Purtroppo si tratta di una materia dominata dall'incertezza metodologica, dal pragmatismo e dal rispetto di consuetudini ormai saldamente radicate, specie nel campo delle valutazioni compiute a fini giudiziari e

16 AA. VV., Principi e metodi nella valutazione di aziende e di partecipazioni societarie, Egea, 1989.

tributari."[17]

Per concettualizzare l'argomento e tentare di dare un'idea più chiara delle potenzialità informative di questo valore si può provare a visualizzare il valore economico come sommatoria di due grandezze.

L'impresa infatti viene considerata come il complesso degli investimenti già in essere e di quelli che devono ancora essere realizzati.

Da una parte dunque vengono considerati gli asset in place, ossia le attività effettivamente a disposizione dell'impresa e gli investimenti già sostenuti, che vengono da essa utilizzati nel regolare operare di mercato. D'altra parte, la configurazione di valore economico, fa propria però anche la risorsa determinata dalle growth opportunity, ossia, come precedentemente affermato, il valore di crescita futura attesa dato dagli investimenti che non sono ancora stati posti in essere ma che si prospettano a disposizione dell'impresa durante la sua vita.

Le growth opportunity in particolare sono un fattore determinante e di rilievo nella valutazione del capitale economico in quanto sono in grado di contribuire in maniera rilevante allo spread che si crea appunto tra valore contabile e valore economico stesso.

Le potenzialità di crescita si potrebbero definire come il maggior valore attribuito all'attività di impresa non riscontrabile e valorizzabile nel momento in cui si cerca di eseguire una valutazione basata meramente sui dati esposti a livello contabile.

Dalla valutazione congiunta di asset in place e growth opportunity si ottiene quindi una più coerente e veritiera stima di quelle che sono le capacità ed i punti di forza del complesso aziendale.

Valore economico e valore contabile dunque si differenziano per la presenza di questa grandezza aggiuntiva che ingloba tutte quelle condizioni che permettono all'impresa di operare in maniera ancora più performante. Talvolta, il prestigio di queste potenzialità di crescita assume valori davvero significativi, andando a concorrere per importanza e peso al valore degli asset in place.

"Growth firms get more of their value from investments that they expect to make in the future and less from investments already made."[18]

---

17 Brugger Gualtiero, Trattato di finanza aziendale, Franco Angeli, 1993.

18 Damodaran Aswath, The little book of valuation: how to value a company, pick a stock and profit, John

Questa situazione si verifica soprattutto in imprese che sono in grado di sfruttare i mutamenti di mercato, anche recenti, per creare le basi di nuovi ed innovativi business ancora da scoprire.

Pur partendo con una base di capitale relativamente modesta, ciò che rende performante e promettente l'attività di queste imprese è proprio concentrata sull'entità di questa grandezza.

Ovviamente, solo il management, che è totalmente coinvolto ed immerso nello studio della fattibilità della strategia aziendale, è in grado di percepire le capacità che possono scaturire da una corretta gestione di impresa, per cui la stima di questa risorsa lascia comunque spazio ad un certo grado di soggettività. D'altra parte, quando si parla di valutazioni, soprattutto in ambito di azienda, è appurato come nel corso degli studi economici sono stati predisposti modelli via via sempre più nuovi e differenti allo scopo di ricercare la massima efficienza e puntualità per raggiungere appunto questo fine.

L'aver sottolineato che le potenzialità di crescita sono quelle percepite dai soggetti che hanno un contatto e riscontro diretto con l'attività e l'organizzazione aziendale nel suo complesso permette anche di porre le basi per identificare un ulteriore concetto di "valore del capitale di impresa" con il quale si viene in contatto in sede di valutazione dello stesso.

Se infatti il valore contabile è determinato dagli asset in place ed il valore economico è invece rappresentato da asset in place e growth opportunity rilevate dall'impresa, il valore di mercato si configura allora come insieme di asset in place e growth opportunity colte dal mercato finanziario.

Il valore di mercato del capitale di impresa quindi si sostanzia come una grandezza determinata dagli analisti finanziari con l'obiettivo di giungere all'effettivo valore economico della stessa, stimando il valore delle opportunità di crescita da questi soggetti percepite che andranno poi ad incrementare i valori contabili messi a disposizione invece dai bilanci.

"In presenza di mercati perfetti ed efficienti, come nei modelli economici classici, valore di mercato e valore economico coincidono. Nella realtà, la presenza di asimmetrie informative, di costi di agenzia e problemi di opportunismo e di rilevanti costi di transazione rendono i prezzi che si formano sul mercato ben lontani dall'essere efficienti. Di conseguenza, valore economico e valore di mercato raramente coincidono."[19]

Wiley & Sons, 2011.

19 La Rocca Maurizio, Il valore dell'assetto proprietario, Egea, 2012.

Trattandosi di una stima effettuata da soggetti esterni all'impresa, che non sono direttamente coinvolti nella sua gestione ma nemmeno nella sua organizzazione, risulta facile appurare come la valutazione da essi effettuata, per quanto precisa, possa comunque rivelarsi incompleta.

Nonostante infatti questi soggetti possano accedere a molteplici documenti, relazioni e resoconti su cui basare la propria indagine, potrebbero non riuscire ad apprezzare determinate dinamiche aziendali che si pongono davanti solamente a chi nell'impresa opera in maniera diretta.

La stima derivante dall'analisi di questi soggetti, per questo motivo, può rivelarsi talvolta distorta, esplicitando un valore di mercato anche completamente disallineato rispetto a quello economico.

Tuttavia, la grandezza che viene individuata attraverso il mercato finanziario suggerisce un'approssimazione accettabile nella stima del valore economico, nell'intento di valorizzare le potenzialità di crescita non prese in considerazione dal valore contabile del patrimonio.

Per dare un'idea dello spread che caratterizza questi due valori si riporta l'esempio dell'indice Standard & Poor's 500 più aggiornato.
Quest'ultimo prende in considerazione 500 titoli azionari di altrettante società che sono quotate al Nyse, il principale mercato borsistico al mondo per capitalizzazione e volume di scambi, oppure al Nasdaq, la prima borsa elettronica al mondo e la seconda per numero di società quotate.
L'indice valorizza il rapporto derivante tra valore di mercato e valore contabile di impresa.
Attualmente, al dato più aggiornato, il suo valore corrente è di 3.50.[20]
Questo dato permette di sottolineare appunto l'ampiezza del differenziale di entità tra il dato relativo al valore del capitale riscontrabile a livello contabile e quello derivante invece dal valore assegnato all'impresa dal mercato.
A partire da questa osservazione è dimostrabile che, se nel momento delle valutazioni d'azienda gli investitori avessero come unico strumento a disposizione il bilancio e questo venisse utilizzato a tale scopo, esso rappresenterebbe solamente una parte dell'effettivo valore di impresa.
A seguito di quanto appena considerato, risulta immediato comprendere come ad un

20 Current S&P 500, Google finance, 2019.

determinato valore economico potrebbe equivalere un inferiore valore di mercato ed un ancora più ridotto valore contabile.

La classificazione delle diverse accezioni conferite al termine di valore è dunque di fondamentale importanza e può essere sottolineata, ancora una volta, dal confronto tra le tre espressioni con le quali viene indicato il capitale, e dall'analisi di ciò che compone tale grandezza.

Il valore contabile infatti, dovendo sottostare alle limitazioni poste dai principi contabili stessi, non permette di ponderare efficacemente il valore ad esempio delle risorse immateriali. Esso inoltre è soggetto al rischio di venire falsato da rielaborazioni e manomissioni da parte dei manager e, in aggiunta, non si fa portatore della valorizzazione delle loro abilità a livello di capacità relazionali e di creazione di innovazione, che potrebbero essere la base per sfruttare opportunità di crescita e sviluppo per l'impresa.

D'altra parte il valore di mercato, sebbene si faccia portatore non solo di queste growth opportunity ma anche dell'apprezzamento del capitale intangibile, non consente sempre una corretta stima di questi elementi e di conseguenza non porta a considerare pienamente il valore intrinseco dell'impresa.

Le relative valutazioni, che emergono infatti dal mercato finanziario, possono non combaciare con i rispettivi valori effettivi di impresa i quali, a causa dell'asimmetria informativa che si presenta tra analisti finanziari e manager, finiscono con l'essere sottostimati.

Sono infatti questi ultimi ad avere effettiva coscienza del valore intrinseco di impresa.

Le modalità con le quali infatti le informazioni sono distribuite tra i vari soggetti che si relazionano con l'organizzazione sono spesso causa di conflitti e finiscono per gravare sulla funzionale allocazione delle risorse, alimentando ancora di più gli attriti tra azionisti, manager ed obbligazionisti.

Per evitare che questa fattispecie continui a manifestarsi nella realtà andando a gravare sui soggetti che investono nell'impresa, si rende necessario tentare di uniformare queste tre grandezze.

Tra tutte, quella che riesce a ricomprendere in modo più esaustivo e soddisfacente il potenziale di impresa è quella rappresentato dal valore economico. Al contrario di quest'ultimo infatti, gli altri due parametri danno un'indicazione di minore valenza informativa rispetto allo scopo appena menzionato.

Questo divario è fondamentalmente spiegato dalla ratio per la quale si impiegano valori

contabili e valori economici, che è palesemente contrastante e per questo motivo ci si rende anche conto del loro utilizzo in ambiti diversi.
Il primo infatti è un parametro che permette di esprimere quanto quantitativamente si è investito in un'attività.
Il secondo invece consente di appurare quanta ricchezza si potrà ottenere dall'attività in questione.
Il valore economico cerca quindi di evidenziarne il valore effettivo e va a configurarsi così come la grandezza verso la quale l'azienda deve indirizzare i propri processi ed i propri obiettivi. Per questo motivo risulta essere l'entità di riferimento.
Tuttavia, nonostante l'acceso divario che caratterizza le tre accezioni nelle quali si dirama la nozione di valore del capitale, vi sono alcuni strumenti che vengono sviluppati al fine di uniformare quanto più possibile queste tre grandezze.
"Di fronte a tali situazioni la corporate governance rappresenta un fattore determinante per riallineare le tre dimensioni che compongono il concetto di valore."[21]
Il concetto di corporate governance sarà oggetto del paragrafo 5, ma prima verrà posta ancora attenzione sul concetto di capitale economico e sulle circostanze in cui è ritenuta indispensabile la sua valorizzazione.

2.4 Il capitale economico

"Volendo attribuire un valore all'impresa nell'ambito, per esempio, di un'operazione straordinaria, le precedenti nozioni di capitale potrebbero sottostimare il valore effettivamente attriuibile al complesso aziendale. Infatti il valore dell'azienda è meglio rappresentato dal suo valore di capitale economico, inteso come grandezza comprensiva di ogni elemento (anche immateriale) in grado di contribuire al futuro processo di creazione del valore. In particolare il capitale economico tiene conto del vincolo di complementarietà e delle sinergie derivanti dalla particolare organizzazione del complesso di beni. Possiamo affermare che il capitale economico è l'entità che meglio sintetizza il valore dell'azienda e meglio approssima il valore di scambio della stessa nell'ambito di processi negoziali."[22]

21 La Rocca Maurizio, Il valore dell'assetto proprietario. Stato dell'arte ed evidenze in Italia, Egea, 2012, pagina 27.

22 Bartoli Furio, Ossoli Giuseppe, Valore d'impresa e valore intangibile, Franco Angeli, 2009.

Il capitale economico si configura dunque come una grandezza di sintesi che si propone di dare una misura di diversi elementi attraverso la loro considerazione a livello globale.
I componenti del capitale economico sono rappresentati dalla consistenza del patrimonio aziendale, dalla valorizzazione che viene attuata in ambito di flussi finanziari in un'ottica orientata al futuro e dalle condizioni di rischio tipiche dell'operare di impresa.
Tramite la considerazione di tutte queste risorse si riesce a dare un'idea dell'effettivo valore di impresa e, conseguentemente, della capacità della stessa di adoperarsi nella sua creazione.
L'obiettivo di creazione del valore diventa infatti di fondamentale importanza in quanto permette all'impresa di raggiungere vari obiettivi, tra i quali quello di attrarre capitale da investire nella propria attività.
Gli elementi che concorrono alla determinazione del concetto di capitale economico sono stati selezionati in quanto decisivi per una corretta stima del valore d'azienda.
Il livello di rischio dell'attività di impresa ad esempio è in grado di condizionare le decisioni strategiche di investitori e potenziali finanziatori, indispensabili per garantire alla stessa risorse da impiegare nel proprio business ai fini di ricercare il vantaggio competitivo.
La rischiosità dell'impresa è, per questo motivo, un parametro che non può essere escluso dalle considerazioni in ambito di capitale economico.
Quest'ultimo infatti rappresenta la remunerazione che un investitore si attende di ricevere a seguito dell'investimento posto in essere. L'obiettivo di questo soggetto è quindi quello di ottenere il maggior beneficio possibile dal capitale impiegato in una determinata attività.

Il valore del capitale economico rappresenta una configurazione del concetto di valore diversa da quella prevista dal valore di mercato, il quale tuttavia è degno di considerazione per la sua stima.

Il capitale economico infatti non coincide con il valore di borsa, in quanto non sempre il valore di mercato del capitale risulta essere rappresentativo del valore del capitale economico.
Tuttavia, ai fini della sua rilevazione, il valore di borsa può contribuire a dare un'indicazione di tale grandezza, anche se non può essere determinato per la totalità delle imprese.
Nel caso di imprese quotate nel mercato, il valore di mercato delle stesse è definito sulla base del valore dei titoli negoziati in borsa.
Nel caso invece di imprese non quotate, per giungere ad una stima del valore di mercato, è possibile, tramite un procedimento indiretto calcolare il valore di mercato sulla base dell'analisi del prezzo di imprese simili a quella che si sta valutando.

Effettivamente, il prezzo che scaturisce dal mercato è comunque legato alla capacità del capitale economico di generare un determinato livello di ricchezza e quest'ultimo, a sua volta, è un' indicatore imprescindibile per la determinazione del prezzo di mercato stesso.
Per questo motivo, il valore di mercato dipende in qualche modo dal valore del capitale economico.
Nell'ambito dell'apprezzamento di questo parametro dunque "atteso che la valutazione del capitale economico può essere affetta da numerosi elementi di soggettività e di incertezza, il possibile valore di mercato può risultare un elemento di confronto e di conforto essendo basato, questo, almeno su un elemento oggettivo e cioè sui prezzi effettivamente praticati."[23]
Il prezzo di mercato deve tuttavia fungere solamente da indicatore per indirizzare un ipotetico confronto con il valore riscontrato nel momento in cui si viene a definire il capitale economico calcolato con le opportune modalità.
Per evitare di incorrere nell'errore di considerare il prezzo di mercato un valore sostitutivo di quello più importante rappresentato invece dal capitale economico è necessario prendere alcune accortezze.
Occorre infatti discostarsi dal concetto per cui il valore di un bene sia rappresentato dal prezzo assegnato allo stesso dal mercato nel momento in cui si decida di cederlo.
Risulta più utile infatti focalizzarsi piuttosto sul valore che questo bene produrrà per chi lo acquista, e quindi sui benefici futuri che il possesso di tale bene sarà in grado di garantire al soggetto acquirente.
Lo studio e la ricerca del valore del capitale economico si rendono necessari nella situazione relativa alle valutazioni di azienda.
Quando si parla di valutazione d'azienda si intende l'insieme di processi e metodi che portano alla valorizzazione del capitale economico.
"Il tema delle valutazioni di azienda rappresenta, insieme alla scelta della struttura finanziaria ottimale, uno degli argomenti più complessi e dibattuti della finanza aziendale. La rilevanza della questione è tale da aver stimolato il fiorire di una ricchissima letteratura, il che non ha, tuttavia, impedito il permanere di ampi spazi di incertezza metodologica che hanno favorito l'affermazione nella pratica aziendale e professionale di prassi e consuetudini non sempre ineccepibili."[24]
Attraverso questo procedimento, l'obiettivo è quello di stabilire il valore economico del

23 Musaico Alessandro, Il capitale d'impresa: configurazioni e valutazione, Mc Graw Hill, 2010, pagina 36.
24 Brusa Luigi, Zamprogna Luciana, Finanza d'impresa, Etaslibri, 1995, pagina 156.

capitale proprio, concetto che non deve essere confuso con quello del capitale che si riscontra e si estrapola invece dal documento di bilancio, né a livello quantitativo, né a livello concettuale.

A supporto di quanto detto dunque, ciò che si intende misurare non è rappresentato dal patrimonio netto, che già traspare dal bilancio e che per questo costituisce solamente un punto di partenza ed una piccola parte da far rientrare nel più ampio concetto di valore di impresa.

L'approccio che si basa quindi su una visione prettamente contabile dell'impresa e considera la stessa solamente da un punto di vista patrimoniale viene sostituita con una percezione della stessa più dinamica e meno focalizzata su quello che è il passato dell'impresa, sulla ricchezza fino a quel momento capitalizzata e sull'attenzione posta sugli utili.

Il nuovo indirizzo, più adeguato a stimare il valore creato dall'impresa, pone l'importanza sulla capacità della stessa di generare e gestire il valore economico del capitale, ossia la propensione dell'impresa nel produrre nel lungo termine, e quindi anche nel futuro, flussi di cassa.

Di base, la valutazione di azienda viene richiesta in particolare in concomitanza di due occasioni.

La prima, nell'ambito di una valutazione della strategia aziendale, mentre la seconda, nel caso in cui vengano a configurarsi situazioni che rientrano nella fattispecie delle cosiddette operazioni straordinarie.

Per citarne alcune basti pensare ad esempio ai casi di cessioni, fusioni, scissioni e conferimenti di azienda o di rami d'azienda.

"In sostanza, possiamo parlare di ramo d'azienda quando il complesso ceduto assume un significato come sistema piuttosto che come aggregato. I singoli elementi ceduti acquistano, in questo modo, un valore in funzione del loro orientamento all'attività e non in relazione al loro contenuto patrimoniale."[25]

Nelle circostanze precedentemente citate, ci si riferisce soprattutto ad occasioni che hanno come fine ultimo quello del trasferimetno del complesso aziendale, in quanto è proprio in questo caso che risulta di fondamentale importanza sapere quanto effettivamente vale l'azienda che sta per essere ceduta o che è oggetto di fusione/scissione. Le operazioni straordinarie sono caratterizzate dalla non ripetibilità, per cui rappresentano, se intraprese, un totale stravolgimento della strategia che fino a quel momento l'impresa stava seguendo. In

25 Musaio Alessandro, Il trasferimento di ramo d'azienda, Franco Angeli, 2002, pagina 15.

particolare in questo caso quindi, la valutazione del capitale economico è imprescindibile, in quanto determinante per indirizzare la decisione di perseguire o meno la scelta che si sta esaminando.
Inizialmente infatti, è proprio in queste situazioni che si è manifestata l'esigenza di dare una misura quanto più oggettiva e vicina alla realtà del valore del complesso aziendale oggetto di analisi.
Questa grandezza infatti si discosta considerevolmente dal valore del capitale proprio dell'impresa che per questo motivo può rappresentare al massimo un punto di partenza da cui comiciare a sviluppare le considerazioni relative all'effettivo valore di impresa.
Soprattutto nell'ambito M&A relativo a fusioni ed acquisizioni, la determinazione del capitale economico diventa inevitabile e propedeutica alla negoziazione.
Infatti, proprio a partire dal valore economico del capitale riscontrato in sede di valutazione d'azienda, si pongono le basi per determinare poi il prezzo finale della transazione, che sarà così influenzato da altri fattori.
Vi sono infatti alcuni elementi che concorrono alla determianzione del prezzo effttivo della transazione, che esulano però da quella che è la realtà aziendale e da quelle che sono le sue potenzialità.
Si tratta di elementi soggettivi che rientrano nella sfera di valutazione personale dei soggetti coinvolti nella transazione e sono riconducibili sostanzialmente alle motivazioni che spingono tali soggetti a porre in essere questi scambi.
Talvolta queste ragioni possono anche non avere natura economica, portando gli individui a prendere determinate decisioni sulla base di considerazioni che rientrano nella sfera affettiva dei singoli. Quello che si vuole sottolineare è che, nella sua determinazione, il prezzo effettivo della transazione viene condizionato da elementi i quali, per la loro natura ed origine, non possono essere colti dalle valutazioni di azienda, che sono effettuate da periti pressoché sempre indipendenti rispetto alle parti che stanno negoziando l'affare.
Il prezzo con cui poi quest'ultimo si sostanzia è dunque ispirato anche sulla base del valore strategico che gli viene assegnato dai singoli.
Ad esempio, proprio in sede di cessione del complesso aziendale, l'adozione del solo capitle di funzionamento per la valutazione dell'impresa avrebbe come conseguenza la sottostima dell'effettivo valore della stessa a scapito del soggetto che si sta adoperando per la cessione.
Il calcolo del valore economico allo scopo della valutazione delle startegie aziendali invece

può considerarsi per certi versi una sottocategoria delle circostanze fino a qui menzionate, soprattutto nel caso in cui, per esempio, una strategia in atto abbia a che fare con acquisizioni o disinvestimenti di una parte di azienda o anche della sua totalità.
Attraverso l'utilizzo del valore economico come indicatore della bontà nelle scelte strategiche dell'impresa, si tenta di ovviare ai limiti di cui precedentemente si è parlato reativi all'utilizzo dei metodi contabili per l'apprezzamento delle strategie.
Oltre alle casistiche appena affrontate, il capitale economico si configura come una grandezza da determinare anche nel caso di quotazione dell'impresa nei mercati finanziari, andando ad inserirsi in tutti quei procedimenti che permettono di individuare il valore finale del prezzo di un titolo. La precisione con cui viene quindi stabilito il valore del capitale economico incide sul pricing dei titoli e di conseguenza sull'immagine dell'impresa nei confronti dei portatori di interesse che per le loro osservazioni si rifanno anche al valore del prezzo di mercato dei titoli stessi.
La determinazione del valore di impresa e del suo capitale economico viene quindi considerato un argomento dalla rilevanza sempre maggiore. Non sarebbe corretto a questo proposito circoscrivere la sua misurazione solamente nel caso di poche e limitate situazioni relative esclusivamente ad alcune operazioni finanziarie, ma sarebbe opportuno venisse sempre reso noto.
A seguito di tutte queste considerazioni è facile dedurre le motivazioni del largo utilizzo del concetto di capitale economico in ambito di impresa e soprattutto nella sfera della sua valutazione.

L'unico elemento in grado di determinare il valore d'impresa, secondo quanto supportato dal modello del valore, è rappresentato dal flusso di cassa a disposizione di coloro che finanziano l'impresa, e quindi dalla liquidità destinata agli azionisti ed alle altre categorie di finanziatori.
I cash flow ai quali si fa riferimento devono scaturire da piani strategici pluriennali e, pertanto si intendono i flussi attesi, futuri e disponibili.
Di conseguenza, per determinare quanto vale il capitale economico devono essere predisposti ed attualizzati questi flussi, applicando a tal fine un tasso espressivo del rendimento che l'investitore si garantirebbe con usi alternativi del capitale messo a disposizione.
Per percepire poi se è stato creato o distrutto valore, è necessario porre in relazione da una parte il rendimento apportato dal capitale investito (ROI) e, dall'altra il tasso utilizzato nell'attualizzazione dei cash flow (WACC) che rappresenta il costo del capitale. Quest'ultimo

accogliendo il grado di rischio dell'investimento consente di dare una misura di quello che è il rendimento che l'impresa deve garantire a coloro che la finanziano.
Dal confronto tra ROI e WACC il management riesce a capire se l'attività di impresa ha creato o distrutto valore. Un'impresa è in grado di creare valore nel momento in cui il rendimento derivante dall'investimento è superiore al costo che la stessa si accolla per il suo finanziamento.
Di conseguenza, se il ritorno è superiore al costo del capitale che ha permesso il finanziamento dell'investimento, allora l'impresa crea valore.

2.5 La corporate governance

L'impresa è un'organizzazione in cui cooperano una moltitudine di soggetti, ed altrettanti entrano invece in contatto con questa realtà da una prospettiva esterna, instaurando legami più o meno duraturi con la stessa ma comunque significativi e di potenziale importanza per il raggiungimento dei fini aziendali.
Questi soggetti, in modo diverso, investono o procurano risorse nell'impresa che contribuiscono a modificarne il valore. Nel momento in cui queste relazioni generano valore per l'impresa, sarà compito di quest'ultima cercare di ottenere il massimo da questo rapporto.
I contributi di tutte le personalità che si interfacciano con l'organizzazione devono in qualche modo incontrare un riscontro che permetta loro di proseguire in questa direzione comune.
L'impresa quindi, oltre a ricompensare tali soggetti per l'apporto di mansioni, conoscenze e risorse (economiche e non) all'interno di confini aziendali, deve anche tentare di porsi nei loro confronti in modo da operare sforzandosi di predisporre obiettivi comuni che siano condivisibili anche con queste categorie di individui.
Data la grande quantità di portatori di interesse di cui un'impresa si circonda risulta però complesso impostare strategie o soluzioni che accontentino tutti questi soggetti, soprattutto per il clima competitivo che tende a caratterizzare pressoché qualsiasi business.
"Le distorsioni create fra valore economico, di mercato e contabile non fanno altro che confondere i diversi stakeholder, a volte, gli stessi manager, in merito alla capacità dell'attività di governo di operare in maniera efficiente."[26]

26 La Rocca Maurizio, Il valore dell'assetto proprietario: Stato dell'arte ed evidenze in Italia, Egea, 2012, pagina 27.

Oltre a ciò, l'asimmetria informativa dello scenario in cui le imprese si trovano a svolgere la propria attività, rende più agevole l'accesso ad informazioni più o meno fondamentali in maniera differente tra le varie categorie di stakeholder.

I contesti economici, sempre più sollecitati da globalizzazione e sviluppo tecnologico, sono diventati dinamici ed ancora più competitivi e spingono le imprese ad una corsa al mantenimento od al raggiungimento del vantaggio competitivo che permetterà loro di continuare l'attività di impresa in un ambiente sempre più complesso.

Cercare di accontentare i portatori di interesse rappresenta una piccola parte del processo che permette all'impresa di ottenere questo risultato. Come conseguenza, è impensabile che non vengano investite risorse per cercare di capire come meglio coniugare le richieste di tutti questi soggetti evitando comportamenti opportunistici che vadano a beneficio e ne prediligano alcuni andando a scapito di altri.

Ripartire i risultati di impresa in modo da ricompensare gli stakeholder diventa uno degli ambiti fondamentali in cui un'impresa deve indirizzare parte dei propri sforzi.

Gli indirizzi che il management assume relativamente alle modalità con cui è governata l' impresa diventano fondamentali per non intaccare il valore della stessa, ed anzi mirare al suo ottenimento.

Il potere conferito ai manager di poter decidere le politiche strategiche aziendali li pone in una situazione di vantaggio, permettendo loro di far prevalere i propri interessi rispetto ad altri ed intaccando il potenziale valore che l'impresa è in grado di creare preferendo privilegiare benefici personali.

La corporate governance rappresenta quell'insieme di regole che incidono, da una parte sull'allocazione delle risorse e, dall'altra sulle modalità di attribuzione del potere decisionale.

Il suo scopo è dunque non solo quello di tutela nei confronti dei portatori di interesse per proteggerli dai comportamenti opportunistici dei manager, ma anche quello di salvaguardare il valore economico dell'impresa.

La corporate governance ha effetti sia nell'ambito dell'organizzazione interna, monitorando l'attribuzione del potere decisionale, sia nei confronti del mercato, in ottica esterna, tutelando gli investitori dai calcoli di interesse del management che tenderebbe ad usare le informazioni in suo possesso e la sua posizione per sfruttare le asimmetrie informative e far prevalere i propri interessi.

Il sistema di corporate governance si prefigge quindi di studiare meccanismi in grado di

premiare i manager nel momento in cui pongano in essere decisioni che permettano di condividere il valore di impresa e diffondere i benefici prodotti tra tutti gli stakeholder.
Il controllo del loro operato avviene dunque sia internamente all'impresa, tramite il contributo ad esempio del consiglio di amministrazione, sia esternamente, attraverso tutta quella serie di riferimento normativi e disposizioni giuridiche alle quali il management deve sottostare per non incorrere in sanzioni che potrebbero gravare sull'impresa.
Inoltre, nel tentativo di indirizzare il lavoro di questi ultimi verso il più grande scopo di creazione di valore, sono stati studiati strumenti che vanno a remunerare i risultati ottenuti tramite le scelte strategiche di gestione supportate dal management stesso.
Talvolta tra i premi ed i vantaggi garantiti in cambio di performance positive rientra anche l'offerta di azioni che lo rende quindi parte integrante del gruppo di soggetti che maggiormente si confronta con il rischio di impresa, gli shareholder.
Questo permette di assottigliare i potenziali contrasti tra manager ed azionisti, ridefinendo le necessità dei primi in modo da adattarle a quelle dei secondi.
Il sistema di corporate governance diventa dunque elemento significativo nel tentativo di ridurre, almeno in parte, l'entità della lontananza che caratterizza i concetti di valore economico, valore contabile e valore di mercato.
Da una parte, grazie ad una corretta gestione della corporate governance, l'impresa potrebbe garantire una limitazione dell'asimmetria informativa che investe i rapporti tra stakeholder e management, evitando che questa vada a sfavore degli investitori i quali sono indispensabili per garantire le risorse finanziarie di cui l'impresa ha bisogno per proseguire con il proprio business.
Per questi soggetti sarebbe così più immediato verificare le effettive potenzialità di impresa e questo avvicinerebbe così il valore di mercato della stessa al suo valore economico.
La condivisione di informazioni con i mercati finanziari infatti permette di appianare il divario tra queste due grandezze e rende gli investitori più sicuri nelle loro decisioni di investimento proprio grazie ad una realistica e professionale comunicazione finanziaria.
D'altra parte invece, l'adozione puntuale dei principi contabili e la loro applicazione in maniera trasparente garantirebbe un minor divario tra valore contabile e valore effettivo, risultato raggiungibile in modo ancora più soddisfacente con l'integrazione di ulteriori documenti da accompagnare al bilancio di esercizio che permettano di valorizzare anche gli altri ambiti in cui l'impresa si dimostra meritevole di valore. A conferma di ciò si conferma

infatti sempre più diffusa la prassi relativa alla predisposizione da parte delle imprese di bilanci sociali o bilanci nei quali viene attribuita importanza al capitale intangibile, i cui valori resterebbero altrimenti inespressi.

CAPITOLO 3

LA VALUE RELEVANCE

3.1 Il concetto di value relevance ed i principi contabili

Il principale documento con cui si viene a contatto nell'ambito di qualsiasi realtà aziendale è rappresentato dal bilancio di esercizio.
Qualsiasi forma venga assunta da una determinata impresa prevede che la stessa predisponga tale documento ai fini informativi rivolti internamente all'organizzazione ed esternamente al mercato ed ai portatori di interesse dell'impresa.
Esso rappresenta dunque uno degli elementi che vanno a formare il sistema informativo aziendale, ossia l'insieme delle informazioni accumulate dall'organizzazione ed utili nella determinazione del grado di efficacia e di efficienza con cui è stata svolta l'attività di impresa.
Il sistema informativo, congiuntamente a quello organizzativo ed a quello gestionale, concorre alla formazione del più esteso concetto di sistema aziendale.
Tramite questi tre strumenti, è possibile porre le basi per la gestione dell'attività e del business.
Se da un lato il sistema informativo permette come già detto la verifica circa l'economicità dei processi in essere, il sistema organizzativo punta all'individuazione delle risorse a disposizione dell'impresa in modo da garantire una corretta gestione delle stesse ai fini del perseguimento degli obiettivi aziendali.
La pianificazione relativa alle modalità di sfruttamento di tali risorse rappresenta invece un'attività rivolta al sistema di gestione di impresa.
Il sistema informativo, del quale il bilancio dunque fa parte, presuppone due momenti di verifica delle performance aziendali, uno svolto preventivamente e l'altro che si sviluppa in corso d'opera ed a livello consuntivo.
Gli strumenti che permettono un controllo ex ante sono rappresentati dalle modalità di pianificazione della strategia aziendale, mentre gli elementi che permettono un riscontro e confronto dell'efficacia di tali strategie fanno riferimento a strumenti derivanti dalla contabilità generale.

Anche il bilancio dunque manifesta una valenza informativa sia per quanto riguarda la previsione dei risultati che l'impresa mira ad ottenere (tramite il bilancio preventivo), sia per la valorizzazione degli esiti effettivamente ottenuti (tramite il bilancio consuntivo di fine periodo).

L'utilità di tale documento contabile non si limita tuttavia ai confini interni organizzativi di impresa.

Esso infatti sviluppa una valenza informativa anche nei confronti di soggetti esterni, quali gli investitori, che tramite la sua lettura potrebbero essere influenzati nelle decisioni di investimento.

Le modalità con cui le scelte di investimento vengono orientate hanno poi un'influenza anche sui valori di mercato relativi all'impresa.

Da questo contatto tra bilancio e soggetti che operano nel mercato è curioso analizzare dunque la relazione esistente tra le informazioni che da esso scaturiscono e la loro capacità di condizionare il valore d'impresa percepito dal mercato stesso.

L'attenzione dunque è rivolta a stabilire se i valori di impresa presenti sul mercato vengano determinati utilizzando i dati che provengono dai modelli contabili adottati dall'impresa.

Risulta fondamentale capire quale sia il peso dell'informativa di bilancio nei confronti delle scelte di investimento.

Da questa considerazione si sviluppa il concetto di "value relevance".

“Value relevance studies are designed to assess whether particular accounting amounts reflect information thai is used by investors in valuing firms' equity.”[27]

Essa viene identificata come la capacità dei documenti di bilancio di contenere informazioni utili ad indirizzare e modificare i giudizi di mercato.

Gli studi relativi alla value relevance non si limitano solamente a questo ambito ma puntano anche a ricercare delle possibili relazioni che legano i valori estrapolabili dal bilancio di esercizio con l'effettivo valore di impresa espresso dal valore di mercato.

L'obiettivo di questa materia è dunque quello di constatare se, ed in che misura, i dati di bilancio sono rappresentativi dell'effettivo valore di impresa, e valutare dunque fino a che punto essi si configurano per essere dei buoni parametri da tenere in considerazione ai fini della determinazione di questo valore.

La nozione di valore di impresa che occorre considerare per valutare la relazione tra

27 Holthausen Robert, Watts Ross, The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting, Journal of Accounting and Economics, 2001.

quest'ultimo ed i valori di bilancio può riguardare alternativamente il prezzo di borsa od il valore economico.

Nella prima ipotesi dunque si dà per scontato che il prezzo rappresenti l'effettivo valore dell'impresa.

Nella seconda ipotesi invece si assume come parametro di riferimento il valore economico del capitale calcolato ad esempio attraverso il metodo che prevede l'attualizzazione dei flussi attesi.

"We define value relevance as the mapping from accounting information to "intrinsic value", i.e. , the present value of expected future dividends conditional on all available information."[28]

Questa concezione introduce, ai fini della determinazione del valore economico, la previsione di svariati elementi caratterizzati da soggettività.

Dal momento che uno dei due termini da porre in relazione non risulta di oggettiva determinazione, diventa difficile poterlo confrontare con i valori di bilancio, per ottenere risultati significativi ed affidabili nel calcolo della value relevance.

Essendo invece il valore di mercato oggettivamente determinabile dall'incontro tra domanda ed offerta, si ritiene, in questo caso, che questo sia l'indicatore più adatto da utilizzare come valore di partenza allo scopo di dare una misura del valore di impresa.

"To implement a valuation-based research design, a measure of value is needed. A large body of finance and accounting research documents that the stock market is quite efficient in processing publicly available information."[29]

A sostegno di questa tesi occorre anche sottolineare come l'informazione relativa al valore del prezzo di mercato sia disponibile ai soggetti che in esso operano e quindi facilmente recuperabile.

Tutta questa serie di considerazioni tendono dunque a preferire la prima visione, che finisce per essere la più diffusa e sostenuta tra le due.

"I prezzi di mercato sono, infatti, dati oggettivi, frutto dell'incontro tra la domanda e l'offerta; detti prezzi, inoltre, sono ampiamente accessibili a tutti i ricercatori e rappresentano la sintesi delle opinioni sul valore del titolo da parte dei soggetti che operano sul mercato."[30]

---

28 Aboody David, Measuring Value Relevance in a (Possibly) Inefficient Market, Journal of Accounting Research, 2002.

29 Barth Mary, Valuation-based accounting research: implications for financial reporting and opportunities for future research, Accounting and Finance, 2000.

30 Mechelli Alessandro, La Value Relevance del bilancio di esercizio: modelli, metodologie di ricerca ed

Tuttavia nella decisione di assumere che sia il prezzo a definire il valore dell'impresa occorre però tenere in considerazione tutti quei fattori che portano alla determinazione dello stesso.
Domanda ed offerta infatti si adattano e si modellano in conseguenza a svariate condizioni che investono gli operatori che le rappresentano.
Ad incidere in maniera decisiva sulla formazione del prezzo di mercato, tra gli altri, riveste particolare importanza l'effetto che il potere contrattuale delle parti e la loro abilità negoziale manifestano nel processo di determinazione di tale valore.
Quest'ultimo è influenzato in particolare dal livello di informazioni a disposizione dei vari operatori.
L'asimmetria informativa che investe dunque tali soggetti ha conseguenze prima di tutto sull'idea che questi hanno circa le capacità di impresa e quindi, successivamente, anche sulla fissazione del prezzo finale, che viene influenzato per questo motivo nel suo ammontare.
A seguito di quanto detto, il valore che si configura attraverso il prezzo di mercato deve essere comunque pesato tenendo in considerazione quali sono i vari fattori che incidono sulla sua determinazione.
Oltre alle informazioni a disposizione delle parti, anche le motivazioni che le spingono ad effettuare queste transazioni hanno effetto sulla percezione che ciascun soggetto ha relativamente al valore dell'impresa e quindi sull'onere che ognuno è disposto a sostenere nelle transazioni aventi ad oggetto titoli di impresa.
L'interesse economico personale dei soggetti coinvolti nella transazione può essere considerato un ulteriore elemento distorsivo che allontana il prezzo dall'effettivo valore del capitale economico.
Tuttavia gli investitori si confrontano direttamente con il prezzo di mercato nella gestione dei propri affari e, sulla base di questo valore prendono le loro decisioni.
Per questo motivo, ai fini della disamina della relazione che lega valori di bilancio e decisioni di investimento, il prezzo di mercato si ritiene un corretto parametro nel campo della value relevance.
Al contrario invece, nel momento in cui si cerca di indagare sulle distorsioni che portano i prezzi ad assumere un valore che sempre più si distacca dall'effettivo valore di impresa, si sviluppa la tendenza a studiare direttamente la relazione che lega i valori di bilancio al valore economico di impresa.

---

evidenze empiriche, Giappichelli, 2013.

Nello studio della value relevance dunque assume importanza prima di tutto la rilevanza dei valori di bilancio nella determinazione delle scelte strategiche degli investitori.
Oltre a questo, è da tenere in considerazione anche l'attendibilità di cui questi dati si fanno portatori e quindi la possibilità di utilizzare le informazioni da essi derivanti da parte dei soggetti investitori.
L'affidabilità è importante quanto la rilevanza dunque ai fini di una corretta determinazione del legame tra valori di bilancio e prezzo di mercato.
"It is often difficult to distinguish relevance and reliability. For an accounting amount to be value relevant, it must be relevant to investors and sufficiently reliable to be reflected in the value measure, i.e. share price. Failure to detect a significant relation between the amount and equity value could be attributable to lack of relevance, lack of reliability, or both."[31]
Gli studi di value relevance possono seguire due indirizzi diversi.
Il primo si pone come obiettivo quello di valutare l'informativa contenuta da determinati valori di bilancio e l'effetto che tale informativa ha nel momento in cui viene diffusa con il mercato.
Poiché si studia l'effetto nell'ottica dei riflessi che si manifestano nei prezzi, tra le conseguenze che si possono evidenziare a seguito di tale pubblicità a livello informativo vi sono ad esempio quelle riguardanti la variazione del prezzo dei titoli oppure l'incremento quantitativo degli scambi di tali titoli sul mercato.
La reazione del mercato è dunque indice del grado di value relevance.
Il secondo indirizzo di analisi invece poggia su altre basi.
Esso considera infatti la relazione tra alcune voci di bilancio ed i prezzi delle azioni.
In particolare vengono determinati quali sono i valori di bilancio che hanno un maggiore impatto su tali grandezze.
Inoltre si stabilisce quali siano i dati che sono in grado di produrre informazioni più significative ai fini di una più agevole comprensione delle modalità in cui i prezzi si sono formati.
L'adozione dei principi contabili nell'ambito del bilancio di esercizio sottolinea l'importanza della redazione di tale documento secondo regole che rendano le informazioni contenute al suo interno sfruttabili ed utili ai potenziali soggetti interessati ad esse.
La disponibilità di tali informazioni permette agli investitori di sviluppare scelte ponderate

31 Barth Mary, The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: another view, Journal of Accounting and Economics, 2001.

sulla base dei valori che assumono le voci nel bilancio e consente quindi a tali soggetti di sviluppare la propria idea sul valore potenziale dell'impresa.

"Il principale obiettivo dei diversi insiemi di principi contabili è quello di fornire informazioni che possono risultare utili per le decisioni di investimento. In tal senso, l'informazione di bilancio viene considerata value relevant se è in grado di guidare gli investitori nelle proprie decisioni di investimento."[32]

Tuttavia, le rigide regole che i principi contabili impongono nell'ambito della redazione del bilancio possono essere considerate vincoli alla veritiera rappresentazione del corretto valore di impresa, ponendosi in conflitto con essa.

"L'obiettivo del bilancio non è quello di esprimere il valore potenziale di un investimento, ma quello di tutelare il credito dei terzi, limitando la possibilità per gli azionisti di estrarre risorse dall'impresa a loro favore. L'applicazione dei tradizionali principi contabili di valutazione toglie potere informativo ai bilanci."[33]

A porre un limite alla valenza informativa di tale documento vi è principalmente il principio di prudenza che investe la stesura dei documenti contabili.

Questo principio poggia le sue basi sul tentativo di evitare che determinate poste vengano sopravvalutate o rivestite di un valore più elevato di quello effettivo, e funge dunque da garanzia nei confronti dei soggetti che non hanno un legame così stretto con l'impresa da conoscerne le effettive potenzialità.

Essi infatti hanno a disposizione questo documento per poter apprezzare le capacità dell'impresa di generare reddito, e se queste potenzialità vengono sovrastimate, tali soggetti vedrebbero compromessi i propri investimenti.

Il principio di prudenza dunque tende a limitare la valenza informativa del bilancio e di conseguenza si interpone a quella che è la corretta valorizzazione delle capacità reddituali dell'impresa, portando ad un minor grado di significatività per quanto attiene le informazioni a livello contabile.

Inoltre, in un contesto in cui aumentano gli stakeholder nei confronti dei quali l'impresa deve "rendere conto", risulta di ancora più fondamentale importanza valutare se l'azienda sarà in grado di remunerare le risorse che in essa sono state investite.

Tra gli elementi che, a causa del principio di prudenza, non è permesso valorizzare rientrano

32 Courteau Lucie, Valore d'impresa e valori di bilancio: modelli di valutazione per gli investitori azionari, Franco Angeli, 2008, pagina 105.

33 La Rocca Maurizio, Il valore dell'assetto proprietario. Stato dell'arte ed evidenze in Italia, Egea, 2012.

anche alcuni di quelli aventi carattere immateriale. Questi ultimi, proprio per questo motivo, non vengono contabilizzati oppure vengono rilevati al costo. Tuttavia, questo tipo di valutazione, seppur prevista, non provvede ad assegnare informazioni circa la loro capacità di creare ricchezza per l'impresa.

Secondo questa logica essi sono registrati in bilancio secondo un'ottica di capitalizzazione dei costi e degli oneri sostenuti per la loro realizzazione e per questo motivo non esprimono appieno l'effettivo o potenziale valore che sono in grado di generare per l'impresa.

Questa pratica risulta sempre più fuorviante nella determinazione del vero valore aziendale, soprattutto per la maggiore strategicità che sta investendo il capitale intangibile nei moderni scenari economici.

Per un più completo studio delle problematiche in questione occorre però valutare anche le ipotesi in cui il principio di prudenza non si ponga in contrasto con la value relevance.

A conferma di ciò viene sostenuto come la valorizzazione di alcune poste contabili sulla base dei benefici attesi sollevi la problematica dell'effettiva realizzazione di tali valori che, essendo originati da stime e da valutazioni per un certo verso soggettive, potrebbero rivelarsi errate e capaci di rendere l'informativa che da esse deriva fuorviante agli occhi dei soggetti che la usano come base per prendere decisioni strategiche.

Soprattutto in presenza di congiunture economiche che rendono il mercato instabile infatti gli investitori tendono a preferire dati certi e comprovati sui quali riflettere per rischiare il capitale che intendono investire.

Come conseguenza di questo, essi potrebbero perciò preferire l'ipotesi di basare le proprie scelte su dati certi ed oggettivi piuttosto che su stime aleatorie.

La maggiore attendibilità delle valutazioni offerte dall'applicazione dei principi contabili rende dunque apprezzabile l'applicazione di tutte queste restrizioni nella redazione del documento di bilancio, in quanto non ne altera i valori in eccesso, sovrastimandoli, ma al massimo non evidenzia la reale potenzialità di tutte le voci che lo compongono.

3.2 La value relevance del capitale immateriale ed il bilancio del capitale intellettuale

Il cambiamento dello scenario competitivo da un'economia rivolta alla produzione ad un'economia focalizzata sulla conoscenza e sull'informazione, ha contribuito allo sviluppo ed all'utilizzo sempre maggiore all'interno delle organizzazioni aziendali di risorse dal carattere immateriale che hanno assunto via via il ruolo di driver e conduttrici della ricchezza di impresa, diventando protagoniste delle capacità intrinseche della stessa e portando alla cosiddetta knowledge-based view.

Queste risorse si sono perciò affermate come il fattore fondamentale per l'innovazione dell'organizzazione aziendale.
"R&D outlays generate some of the most prized economic assets in the economy, and that accountants' refusal to recognize these expenditures as assets seriously impairs the credibility and relevance of financial reporting."[34]

Viene discussa dunque l'importanza nel riconoscere il valore che le risorse intangibili che si fondano sulla conoscenza rivestono nell'identificazione delle potenzialità aziendali.

A conseguenza di ciò si solleva la problematica relativa alla loro rappresentazione nei documenti di bilancio obbligatori, ritenuta fondamentale al fine della valorizzazione e della conoscenza dell'importanza che questi elementi immateriali possiedono per l'impresa, nonché la valenza informativa degli stessi nei confronti dei soggetti con cui essa si relaziona.

E' dunque necessario valutare il rapporto della value relevance in riferimento specificatamente alle risorse immateriali di impresa, le quali non prevedono un criterio standard e generalmente riconosciuto da utilizzare nella loro determinazione.

La mancanza di importanza a livello contabile che viene riservata ad alcuni beni intangibili non permette di esprimere la rilevanza degli stessi in ambito di valore delle informazioni finanziarie, allocazione di risorse nel mercato ed in finale valore di mercato dell'impresa.

"The current accounting treatment of expensing intangible investments implies that companies will underestimate their earnings and book values, and consequently, investors will

34 Healy Paul, Myers Stewart, Howe Christopher, R&D Accounting and the Tradeoff between Relevance and Objectivity, Journal of Accounting Research, 2002.

systematically undervalue these companies in the capital market."[35]

Viene posta dunque la necessità di decidere se continuare a dare particolare rilievo alla scelta del mantenimento delle rigide modalità di contabilizzazione previste dai principi contabili da un lato oppure dall'altro, se conferire una maggiore discrezionalità all'impresa ai fini della valorizzazione degli intangibili e della loro potenzialità informativa sulla generazione di ricchezza.

Non avendo infatti tali risorse un prezzo di mercato osservabile, è difficile prima di tutto individuare la loro esistenza ed il loro effettivo potenziale, per lo meno dal punto di vista di soggetti estranei alla vita dell'impresa.

Inoltre, anche la quantificazione di questo valore, come già ribadito, presenta non pochi limiti e difficoltà.

La necessità di questa rappresentazione deriva dalla fondamentale importanza e diffusione di tali risorse, che se inizialmente poteva essere superata, ora si è tramutata in un caso di imprescindibile studio.

Al fine di valorizzare tali risorse, alcune imprese hanno adottato specifici bilanci del capitale intellettuale, i quali tentano di spiegare i beni di carattere intangibile dei quali l'impresa si circonda (competenze umane, livello di tecnologia sviluppata, forza delle relazioni instaurate) e di responsabilizzare i manager relativamente al patrimonio intangibile.

Si tratta di uno strumento avente appunto l'obiettivo di rendere noti gli asset immateriali dell'impresa. Oltre a questo, tramite la sua lettura, vengono esplicitate anche, da una parte le modalità con le quali questi intangibili concorrono alla formazione di valore per l'impresa, e dall'altra, le strategie per la loro espansione.

Si viene a configurare in questo modo un modello che permette di amministrare il patrimonio intangibile e che può essere utilizzato parallelamente agli usuali sistemi di gestione di impresa.

Risulta ovvio come tale strumento non abbia solamente valenza interna ma possa essere condiviso anche con i portatori di interesse esterni all'organizzazione aziendale.

Grazie al bilancio del capitale intellettuale è di immediata determinazione il patrimonio

35 Zéghal Daniel, The accounting treatment of intangibles. A critical review of the literature, Elsevier, 2011, pagina 268.

immateriale dell'impresa e, inoltre, si riescono a comprendere in maniera più efficace le modalità tramite le quali tale capitale sia in grado di generare valore.

Avendo chiaramente un'idea del potenziale delle risorse a disposizione inoltre, è indubbiamente più semplice sviluppare nuovi indirizzi strategici basati sullo sfruttamento di queste ultime e mirare ad una loro gestione maggiormente ottimizzata.

Tramite il bilancio del capitale intellettuale infine si configura più semplice il tentativo dell'impresa di orientare la cultura aziendale verso obiettivi aventi un orizzonte temporale orientato al lungo termine ed alla crescita.

Tutti i benefici precedentemente citati non concludono i vantaggi che tale strumento può apportare all'organizzazione aziendale, soprattutto nel momento in cui viene divulgato all'esterno della realtà di impresa in cui si sviluppa.

Una sua pubblicazione verso il mercato infatti consente di comunicare il valore anche di quel capitale non direttamente osservabile e percepibile.

Inoltre, come è facile intuire, la comunicazione di informazioni di impresa all'esterno della stessa finisce sempre con lo sfociare in un miglior livello di trasparenza apprezzato dagli stakeholder, in particolare da analisti e finanziatori, le cui valutazioni vedranno crescere il valore aziendale.

Il bilancio del capitale intellettuale permette dunque di riassumere tutte le informazioni relative agli intangibili gestiti e prodotti dall'impresa. Inoltre, garantisce un'immediata disamina circa la loro variazione nel tempo a seguito ad esempio di nuove acquisizioni, di produzione interna, di ammortamenti od impairment test, nel caso in cui tali risorse abbiano durata indeterminata, e di svalutazioni o rivalutazioni.

Grazie a queste modalità di rilevazione perciò è possibile perfino determinare se ci sia stata creazione o distruzione di valore relativamente al solo capitale immateriale.

Al contrario del bilancio di esercizio che esplicita i risultati di una strategia adottata, tramite il bilancio del capitale immateriale è possibile avere informazioni anche sui risvolti futuri verso cui si indirizza l'impresa.

Il bilancio del capitale intellettuale è solamente uno degli esempi che sottolineano il crescere dell'importanza che questo argomento ha assunto nell'economia knowledge-based.

Diverse situazioni e relazioni hanno infatti contribuito ad evidenziare quanto le attività immateriali siano protagoniste nella ricerca del vantaggio competitivo.

Per citare qualche esempio, l'esigenza di una chiara rappresentazione di questi elementi veniva sottolineata già nel 1994 dal Jenkins Committee Report, redatto dall'omonimo comitato istituito dall'AICPA.

"The Jenkins Commitee's report also points out that the importance of intagible assets and the competitive advantage they may create for a company appear to be incresing with the growing importance of service companies in the economy, which tend to be intangible-asset intensive. The Commitee noted that even tangible-asset intensive businesses appear to be competing in the marketplace by relying more on technology, information, and speed than on heavy investment in tangible assets. Despite the importance of intangible assets, the Commitee found that users generally oppose recognizing those assets in the financial statements for several reasons, including that users consider the valutation of intangible assets to be inherently unreliable and their contribution to future cash flows difficult to quantify. However, the Commitee found that users would welcome improvements in disclosures about the identity, source, and life of intangible assets. According to the Commitee, improved disclosures in this area are consistent with its proposed model, sustainability of a company's competitive advantage."[36]

L'obiettivo di tale relazione era quello di sostenere la necessità di fornire informazioni agli utilizzatori del bilancio in maniera che questi potessero trarne vantaggio sulla base delle necessità conoscitive di ciascuno. Di conseguenza veniva dunque sottolineata da parte di questi ultimi la necessità di ricevere anche una comunicazione riguardante il capitale immateriale dell'impresa.

Ad appoggiare quanto riportato dal Jenkins Committee è stato anche un report redatto dal Financial Accounting Standard Board nel 2001. Esso ha, a sua volta, espresso l'esigenza di rappresentare contabilmente il capitale intangibile, soprattutto quello prodotto internamente, in modo da aiutare coloro che vogliono investire nell'impresa nelle loro decisioni strategiche.

Da quanto detto deriva dunque una generalmente riconosciuta maggiore necessità di comunicazione del capitale immateriale, al fine di coinvolgere portatori di interesse ed investitori nei vantaggi portati dalla conoscenza di determinate informazioni aziendali, le quali, se non palesate, rimarrebbero circoscritte nella sfera del management.

36 Chapin Donald, Gramling Robert, The Accounting Profession: Major Issues, DIANE Publishing, 1996, pagina 112.

Una delle principali questioni ha a che vedere dunque con le considerazioni che suggeriscono la capitalizzazione dei costi relativi ad alcune risorse della conoscenza.

Gli elementi di carattere immateriale di più immediata valutazione sono quelli rappresentati dai costi in ricerca e sviluppo, che sono considerati la base per la ricerca di nuove soluzioni competitive da parte dell'impresa.
L'inserimento di tali costi in stato patrimoniale, anziché la limitazione della loro contabilizzazione in conto economico, costituisce l'affermazione del rilievo che queste risorse hanno raggiunto come parte imprescindibile del processo di creazione di valore.

L'apparizione di tali risorse nello stato patrimoniale infatti garantisce a queste ultime un maggior rilievo di quello che invece rivestono nel momento in cui vanno a gravare solamente sul conto economico.

L'iscrizione nello stato patrimoniale infatti evita il sorgere di fenomeni quali quelli collegati all'anticipazione od al differimento di utili conseguentemente allo sfruttamento di tali risorse immateriali.

Gli intangibles, precisamente, generano costi immediati per la loro produzione, ma il flusso reddituale che da essi deriva sarà fruibile solamente in futuro, portando al venire meno del nesso che investe costi e ricavi.

"E', infatti, evidente che i costi collegati all'acquisizione o creazione interna degli intangibili si sostengono con un certo anticipo (di alcuni anni) rispetto ai ricavi che essi generano: i riflessi, pertanto, sulla redditività aziendale non sono immediati, ma differiti nel tempo."[37]

Tale situazione crea dunque un differimento tra la data in cui tali elementi si configurano come costi e la data in cui essi produrranno ricchezza, portando a distorsioni da un'adeguata stima del risultato di periodo.

La capitalizzazione di questi beni tra le attività di stato patrimoniale, se adeguatamente stimata, prevede come conseguenza la predisposizione di un piano di ammortamento delle risorse in questione e quindi mitiga il peso degli stessi che non incide eccessivamente sulle voci dell'utile e del patrimonio netto.

Procedere secondo questa prospettiva ha come conseguenza quella di consentire ai manager

37 Orlandi Marco, Il bilancio del capitale intellettuale: gestione, valutazione e misurazione, Franco Angeli, 2002, pagina 32.

una più appropriata comunicazione agli stakeholder, ed in particolare agli investitori, relativamente ai rendimenti di impresa.

Al contrario invece, la limitazione del potere discrezionale loro concesso nell'imputazione di tali attività a stato patrimoniale, provoca una contrazione della sua utilità informativa e non contribuisce dunque a migliorarne la qualità e la significatività soprattutto nei confronti dei soggetti che intendono investire nell'organizzazione.

Permettere ai manager di agire in questo senso però prevede di rivestire queste figure di un'importanza che gli garantisce di iniettare discrezionalità nei risultati di impresa, manovrandone ed alterandone i contenuti.

Per accertare la validità delle decisioni dei manager occorrerebbe dunque, da parte degli analisti finanziari, procedere a studi aggiuntivi con l'obiettivo di confermare o limitare il risultato di queste scelte di contabilizzazione.

La patrimonializzazione di alcuni elementi immateriali infatti viene utilizzata come indicatore da parte dei manager per esprimere le potenzialità reddituali dell'impresa, influenzando in questo modo le scelte degli investitori.

Più in generale, le decisioni a livello contabile si arricchiscono del significato di farsi portatrici della comunicazione della strategia di impresa.

Alcuni studi, per questo, sostengono come la discrezionalità concessa ai manager nella capitalizzazione di determinate attività intangibili abbia portato il valore di alcuni elementi contabili ad avvicinarsi a quello di mercato. Queste attività sono diventate per questo motivo portatrici di una maggiore valenza informativa per gli investitori.

D'altra parte il potere conferito ai manager rischia di sfociare in un abusivismo nel voler rappresentare valori che non concordano con quelli reali, con l'obiettivo di modificare gli effettivi risultati reddituali.

E' dunque da tenere in considerazione la fattispecie per cui la volontà di preferire la capitalizzazione in stato patrimoniale a quella di mantenere la rilevazione in conto economico non sia solamente supportata dal tentativo di falsare determinati valori contabili per un tornaconto di chi attua tali strategie nel tentativo di realizzare politiche di bilancio.

Nel caso in cui il reddito si configurasse inferiore rispetto a quello degli esercizi precedenti si avrebbe la propensione da parte dei manager di capitalizzare tali costi, al contrario, se questo

superasse quello dei periodi anteriori, la scelta ricadrebbe sull'imputazione come costo di conto economico.

La correlazione ipotizzata tra discrezionalità dei manager ed informativa assunta dal bilancio fa sorgere un'ulteriore riflessione che mette in relazione la capitalizzazione degli intangibili (della ricerca e sviluppo in questo caso) con il livello di indebitamento aziendale.

Al fine infatti di far figurare performante l'impresa nei confronti dei suoi finanziatori e di dimostrare che essa risulti ancora solvibile verso gli obblighi sottoscritti con questi ultimi, la scelta dei manager tende a ricadere sulla valorizzazione dei costi in ricerca e sviluppo nello stato patrimoniale piuttosto che nel conto economico.

3.3 La disclosure di impresa

Tra i vari obblighi dei quali è investita l'impresa nello svolgimento della propria attività, rientrano anche quelli derivanti dalla trasparenza e pubblicità nei confronti degli stakeholder per le operazioni poste in essere dall'organizzazione stessa.
La comunicazione, per l'impresa, svolge infatti un ruolo cruciale in quanto consente di mostrare ai soggetti esterni parte del valore che questi ultimi, in quanto estranei alla realtà aziendale, non riescono a cogliere.
La condivisione quindi di determinate informazioni ha effetti vantaggiosi per l'impresa, che sono riconducibili in primo luogo alla creazione di un'immagine positiva aziendale in un'ottica di mercato, ed in secondo luogo alla maggiore fiducia da parte dello stesso nei confronti dell'agire della società in modo trasparente.
I soggetti che operano nel mercato sono dunque influenzati nei loro processi decisionali dalla comunicazione d'impresa.
Maggiori sono le informazioni a disposizione di tali soggetti e maggiore è di conseguenza la loro conoscenza dei fatti aziendali.
Un flusso informativo scarso, al contrario, oscura la trasparenza dell'operare di impresa, la quale viene valutata con un'ottica di maggiore diffidenza e minore affidabilità.
In conseguenza a questo si concretizza il rischio di compromissione della relazione che coinvolge impresa da un lato e soggetti con cui opera dall'altro.
La circostanza appena descritta evidenzia dunque l'importanza della comunicazione per

l'azienda, che le permette di mantenere un rapporto durevole con tutti i suoi stakeholder, garantito dalla credibilità di cui essa è investita tramite la divulgazione della propria informativa economica e finanziaria.

Il concetto di comunicazione però si circonda di diversi significati, considerati tutti ugualmente importanti per il medesimo fine di garanzia del benessere di impresa nel suo agire sul mercato.

La prima accezione del termine riguarda come già detto l'utilizzo della comunicazione per diffondere la conoscenza tra i vari portatori di interesse che interagiscono con l'organizzazione aziendale. Le informazioni prodotte dall'impresa sono indirizzate da un lato a soggetti interni all'organizzazione, ai fini della programmazione dell'attività, e dall'altro a soggetti esterni che mirano invece a raccogliere notizie circa le performance economiche della stessa.

Nel primo caso la comunicazione contribuisce alla condivisione di competenze e conoscenze tra i membri dell'organizzazione.

Nel secondo caso invece essa si fa portatrice dei valori aziendali di fronte al mercato e permette dunque di trarre da esso tutta una serie di riconoscimenti quali credibilità e fiducia che le garantiscono sia l'approvvigionamento di tutte le risorse che possono essere investite nell'attività di impresa, sia un destinatario nei confronti del quale allocare efficientemente l'output prodotto.

In entrambe le fattispecie, la predisposizione di documenti e di report che assolvono a questo compito contribuisce a generare svariati vantaggi sotto diversi punti di vista per l'impresa, qualunque sia la sua dimensione, che si impegna in questa stesura.

"Large companies, those who adopt the internal reporting more frequently, exhibit an increase in the market value and in the value relevance of accounting information which does not differ from that registered for small-sized companies... The wider diffusion of internal reporting may produce benefits for a broad range of stakeholders: investors can rely on higher quality disclosure useful for making investment decisions, taking also advantage from the increase in share prices. Companies benefit from both the preparation of a single document (should the internal reporting replace the existing reports) and the increase in their market value. Lastly, even the other stakeholders, bondholders and workers in the first place, share the benefits of the higher transparency, enjoying more reliable information on firms'risks."[38]

Considerando la varietà degli interlocutori a cui l'impresa si può rivolgere, è necessario

38 Cortesi Alessandro, Vena Luigi, Disclosure quality under integrated reporting: a value relevance approach, Elsevier, 2019, pagina 746.

indirizzare l'informativa (sia essa obbligatoria o volontaria) nei confronti di tutti questi soggetti in maniera quanto più funzionale possibile, in modo da permettere a ciascuno di essi di fruire delle informazioni più utili ai propri scopi, per riceverne poi in cambio l'appoggio e l'approvazione.

La comunicazione dunque svolge un ruolo fondamentale anche per quanto riguarda l'indirizzo e l'influenza delle decisioni dei soggetti estranei all'impresa, e quindi il loro comportamento nei confronti delle scelte aziendali ed il loro apprezzamento per la trasparenza tenuta da quest'ultima.

Oltre a condizionare il modo di agire dei fruitori che ricevono tali informazioni, la comunicazione deve anche fungere da supporto al processo decisionale stesso, andando ad integrare quanto già a disposizione di questi soggetti ma sottolineando ancora meglio le capacità reddituali dell'impresa.

Per finire, la comunicazione assottiglia l'asimmetria informativa che separa ciò che è a portata di mano dell'impresa dalle informazioni disponibili per gli stakeholder, contribuendo quindi a ricercare una massima trasparenza nei rapporti che intercorrono tra questi soggetti ed evitando comportamenti opportunistici da entrambe le parti.

Il concetto di disclosure fa riferimento proprio alla comunicazione di determinate informazioni, sensibili e critiche, che, a partire dai soggetti interni all'impresa, trapelano e vengono condivise al pubblico e dunque anche a soggetti ad essa estranei.

L'obiettivo della disclosure è quello di dare una spiegazione che sia a supporto dei valori riscontrabili nei documenti di sintesi stilati dall'impresa, e fornirne una loro interpretazione.

Essa inoltre si pone anche come scopo quello di dare enfasi al valore che deriva da risorse quali gli intangibili, che non sono sempre misurabili e dunque manifestabili tramite dati quantitativi.

La disclosure, in particolare quella volontaria di cui si parlerà a breve, può essere dunque considerata una soluzione alle conseguenze negative relative al mancato riconoscimento del capitale immateriale.

"The current generally accepted accounting principles, by not recognizing the value generated by these assets, severely impair the usefulness of accounting reports."[39]

La comunicazione, per finire, permette di dare anche evidenza circa la responsabilità sociale dell'organizzazione.

39 Gelb David, Intangible assets and firms' disclosures: an empirical investigation, Journal of Business Finance & Accounting, 2003.

Tutte le informazioni che dalla disclosure scaturiscono, contribuiscono a mettere in risalto le performance effettive dell'impresa, che altrimenti sarebbero ricercate solamente tra i valori di reddito e capitale, limitando così il riconoscimento delle reali potenzialità reddituali dell'azienda.

Vi sono infatti alcuni processi aziendali che, ad esempio, non possono essere riconosciuti ed apprezzati dalle voci che vengono rappresentate in bilancio ed è proprio per questo che si ritiene necessario predisporre informazioni aggiuntive che permettano di stimare queste risorse e di conseguenza il valore complessivo di impresa.

Il termine disclosure però è anch'esso ricco di significato e concentra al suo interno almeno due nozioni principali.

In questa sede si intende sviluppare due interpretazioni del termine, una rappresentata dalla fattispecie relativa alla mandatory disclosure ed una seconda, che riguarda invece la voluntary disclosure.

Il primo caso è quello che fa riferimento a tutti quegli obblighi di pubblicità che gravano sull'impresa e che si configurano appunto come obbligatori in quanto richiesti da normative emanate da organismi contabili, che fissano non solo il contenuto di tale informativa, ma anche le relative tempistiche e modalità di comunicazione.

I principi ai quali si fa riferimento sono per l'appunto i principi contabili emanati dalle istituzioni che sono a questo adibite.

La valenza conoscitiva delle informazioni che l'impresa è tenuta a diffondere ha a che vedere con tutti i dati relativi alla società e con i parametri ad essa ricollegabili, utili per conoscerne la situazione economica e finanziaria allo scopo di garantire la trasparenza informativa che si richiede all'impresa stessa nello svolgimento della sua attività.

La voluntary disclosure, al contrario, non fonda le sue basi su doveri od obblighi di impresa, quanto piuttosto sulla volontà da parte della stessa, ed in particolare dei manager che la gestiscono, nel voler diffondere informazioni che di per sé non sono considerate così fondamentali da venire richieste dalle istituzioni che operano in ambito di contabilità.

Essa rappresenta appunto una divulgazione volontaria di determinati fatti e dati aziendali, e quindi un mezzo aggiuntivo per assottigliare ulteriormente il divario informativo tra impresa e mercato.

La necessità di questa tipologia di comunicazione si è sviluppata a seguito della mutazione dell'ambiente in cui operano le imprese e delle nuove inclinazioni che stanno caratterizzando

l'economia, sempre più improntate sull'importanza dell'informazione e di valori incentrati su fattori di carattere socio-ambientale.

L'informativa che scaturisce dalla disclosure volontaria assume una forma diversa rispetto a quella prevista dalla disclosure obbligatoria. Essa infatti ha natura narrativa e funge da completamento nei confronti dei dati economico-finanziari che scaturiscono dalla mandatory disclosure. Ha natura non finanziaria e per questo motivo meglio esprime le risorse che vanno a comporre la catena del valore di impresa.

Il principale obiettivo della voluntary disclosure è la riduzione ancora maggiore dell'asimmetria informativa tra manager e stakeholder, in particolare tra manager ed investitori.

Le imprese sono incentivate alla comunicazione volontaria di ulteriori informazioni, poiché questa produce benefici derivanti dall'elevato livello di trasparenza che si configura con tale scelta.

Anche il costo del capitale, inoltre, viene influenzato da questa decisione.

Infatti, dal momento in cui l'impresa supporta una scarna comunicazione informativa, essa si configura, agli occhi degli investitori, come un investimento più rischioso, portando ad un conseguente innalzamento del premio per il rischio richiesto da questi ultimi.

Viceversa, un più elevato livello di disclosure produce un abbassamento del costo del capitale, in quanto il rischio con il quale si confrontano gli investitori viene mitigato dalla maggiore quantità di informazioni sulle quali essi si possono basare.

"Una caratteristica del valore di mercato è la sua grande volatilità, in quanto il prezzo varia con frequenza e intensità anche molto elevata, che si traduce in un maggiore costo del capitale. In tal caso, una maggiore trasparenza dell'attività manageriale, unitamente a informazioni più attendibili sulla capacità competitiva dell'impresa offrirebbero rilevanti benefici, anche in termini di riduzione della volatilità del titolo azionario e, quindi, del costo del capitale dell'impresa."[40]

All'aumentare della potenza informativa derivante dalla disclosure si limita la probabilità di prendere decisioni di investimento non efficienti e questo va a generare una crescente liquidità relativa ai titoli azionari.

Nel caso opposto invece, una disclosure di scarso contenuto provoca un innalzamento del prezzo dei titoli e di conseguenza una limitazione della loro liquidità. I titoli che provengono

40 La Rocca Maurizio, Il valore dell'assetto proprietario, Egea, 2012.

da imprese più trasparenti si inseriscono perciò in contesti di transazioni più rapide. Un'informativa ricca infatti contribuisce ad eliminare l'incertezza che grava su questi titoli e non lascia spazio a dubbi relativi a possibili informazioni privilegiate diffuse tra investitori diversi rispetto ai possessori dei titoli in questione, che non saranno spinti a richiedere prezzi più elevati per il loro scambio.

"Per un'azienda quotata in borsa, l'informazione ampia e continua consente all'emittente titoli e al potenziale investitore di disporre di una simile conoscenza sulle prospettive della società. Questo porta a ridurre la differenza tra prezzi richiesti da chi vuol vendere e prezzi offerti da chi vuol acquistare e quindi dovrebbe contribuire ad attenuare la volatilità dei prezzi dei titoli. In ultima analisi, la minore volatilità contribuisce a migliorare la "liquidità" del titolo stesso, intesa come possibilità di trovare un potenziale acquirente ad un prezzo contenuto. A sua volta questa riduzione del "bid-ask spread" riduce il rischio di investimento e quindi il costo richiesto per la disponibilità di capitali."[41]

Tra gli aspetti a supporto della disclosure è inoltre da citare la maggiore qualità delle valutazioni espresse dagli analisti finanziari, conseguenza del più immediato ottenimento delle informazioni che riduce i costi necessari al loro conseguimento.

Per tutta questa serie di motivazioni, sebbene tale divulgazione sia a completa discrezione del management, essa si configura come necessaria per l'ottenimento di tutti i benefici precedentemente citati.

Il grado di disclosure poi, risente non solamente dei benefici che essa può apportare all'organizzazione, ma anche delle caratteristiche proprie della realtà di impresa.

Ciò a cui si fa riferimento è, in particolare, "The relationship of disclosure in corporate annual reports and three firm-specific characteristics that may, or may not, have some influence over the level of disclosure. These three characteristics are the size of the company, whether it is listed on the Stock Exchange, and the firm of accountants engaged in the audit."[42]

"Firm size is perhaps the most consistent corporate-specific characteristic found to be associated with the level of voluntary disclosure. Different measures of voluntary disclosure, including social responsibilities, environment, employees, ethical issues, corporate governance, and intellectual capital, have been examined and found to be positively

41 Quagli Alberto, Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane, Franco Angeli, 2004, pagina 61.

42 Firth Michael, The impact of size, stock market listing, and auditors on voluntary disclosure in corporate annual reports, Accounting and business research, 1979, pagina 273.

associated with firm size. It is, however, important to note that there is no suggestion that the size of the corporation causes different levels of voluntary disclosure per se, rather, a large corporation is more likely to have underlying reasons for increased disclosure."[43]

Esempi di informazioni volontarie possono essere la storia dell'impresa, la spiegazione della strategia in atto, la rappresentazione dei piani futuri, gli ideali in ambito sociale ed ambientale e l'esposizione del patrimonio intangibile.

D'altra parte, nonostante i benefici fino ad ora citati, questa comunicazione volontaria rappresenta per l'impresa un costo.

Primo tra tutti è da considerare il costo derivante dalla predisposizione e presentazione delle informazioni finanziarie.

Sono comprese tutte le spese relative alla produzione e divulgazione di strumenti e materiali utilizzati come mezzo per diffondere l'informazione.

Risulta utile pertanto, al fine della loro riduzione, pianificare non sono la qualità di questa informativa, ma anche le tempistiche connesse alla sua comunicazione.

La voluntary disclosure inoltre si fa carico del rischio di mettere tali informazioni a disposizione, tra gli altri, anche dei competitor.

Questa situazione si configura con un sacrificio in termini di competitività che grava sull'impresa, dovuta alla pubblicazione di fatti di rilievo circa le modalità relative alla sua gestione.

A conferma di ciò infatti occorre sottolineare che, maggiore è il livello di esposizione di dati aziendali che l'impresa manifesta nei confronti del mercato e maggiori sono i rischi nei quali essa incorre, in particolare, come già detto, nei confronti dei concorrenti.

Tra questi rischi si sottolinea dunque quello che investe l'impresa nel momento in cui rivela ai propri competitor preziose informazioni relative al successo del proprio operato ed alle strategie messe in atto nei processi di impresa.

Maggiore è la strategicità dei dati che vengono resi noti e maggiore sarà la perdita del vantaggio competitivo che l'impresa aveva fatto proprio fino a quel momento.

Ai fini del mantenimento della competitività aziendale ed alla simultanea manifestazione di elementi strategici, risulta di fondamentale importanza lo studio della tempestività della divulgazione informativa.

Una sua corretta pianificazione infatti consente di ovviare al problema dell'anticipazione al

43 Kang Helen, Gray Sidney, Reporting intangible assets: voluntary disclosure practises of top emerging market companies, The International Journal of Accounting, 2009, pagina 406.

mercato di notizie di rilievo.
Tra i costi della disclosure rientra quindi anche l'onere costituito dalla perdita del vantaggio competitivo per la pubblicità offerta dalla comunicazione effettuata.
Si apre infatti per i competitor la possibilità ad esempio di utilizzare tale informativa per prevalere ed imporsi, rappresentando motivo di riduzione dei futuri flussi reddituali per l'impresa.
L'elevata accessibilità a determinate informazioni infatti contribuisce a potenziare il potere contrattuale dei soggetti con cui l'impresa si relaziona. Clienti e fornitori ad esempio possono essere in grado di sfruttare questa situazione a proprio favore.
Inoltre, la manifestazione volontaria delle potenzialità reddituali prospettiche dell'impresa tramite la disclosure, può danneggiare la credibilità della stessa nel momento in cui tali prospettive non dovessero poi affermarsi.
In questa fattispecie infatti l'impresa rischia di trovarsi nella condizione di combattere cause legali derivanti dalla sbagliata informativa da essa divulgata nel mercato, che ha portato a fuorviare le decisioni dei soggetti che su di essa si sono basati.
Risulta dunque palese che, per evitare che tale situazione si manifesti, i manager sono tentati talvolta a ridurre i livelli di disclosure aziendale.
L'informazione che scaturisce dalla disclosure aziendale ha effetti sulla valutazione del complesso di impresa ed in modo particolare sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria della stessa.
Essa deve avere carattere continuativo, poiché una diminuzione del flusso informativo può essere interpretata in maniera sconveniente dal mercato.
"The rule in capital markets that many people don't recognize is that in contrast with general life, in capital markets, 'no news is bad news' and if you stop providing something that investors clearly like to see, it's not good."[44]
Si manifestano in questo modo anche costi cosiddetti di continuità, derivanti dall'esigenza di sostenere nel tempo il medesimo grado di comunicatività, anche nella fattispecie di risultati avversi per cui la loro notificazione al mercato paleserebbe ancora di più gli esiti negativi di impresa.
Nella continua ricerca di rappresentare al meglio il valore complessivo aziendale, in particolare rivolgendosi ai soggetti che sono estranei all'organizzazione, la comunicazione

44 Lev Baruch, Thought Leader Interview, Rotman Magazine Fall, 2008, pagina 4.

svolge dunque un ruolo non indifferente.

I rapporti finanziari e la divulgazione dell'informativa aziendale vengono considerati quindi mezzi fondamentali che i manager possono utilizzare per comunicare al pubblico, ed in particolare agli investitori.

Una corretta ed attrattiva comunicazione è ovviamente in grado di catturare l'attenzione dei soggetti interessati ed in cerca di strategie ed imprese profittevoli sulle quali investire.

"La maggiore conoscenza degli andamenti aziendali, ottenuta diffondendo ampie informazioni e usando canali di comunicazione (Internet, ecc.) aggiuntivi a quelli richiesti dalla legge, tendenzialmente amplia la platea di soggetti potenzialmente interessati all'azienda, a tutto vantaggio della possibilità di ricorrere ad una vasta base di investitori qualora ne serva il contributo. (…) Una maggiore disclosure volontaria tende a facilitare l'attrazione di investitori con orizzonti temporali di lungo periodo.

Dal punto di vista dei manager aziendali, inoltre, una buona disclosure può avere un effetto positivo sulle posizioni individuali in quanto contribuisce a reclamizzare la propria immagine e, qualora si traduca in aumenti dei prezzi di borsa, determina un indubbio beneficio economico ai dirigenti che godono di piani di stock option."[45]

Un altro vantaggio della comunicazione volontaria che prima non era stato considerato è rappresentato dunque anche dal beneficio riguardante la maggiore credibilità dei manager.

Come conseguenza di tutte queste considerazioni, la diffusione di informazioni può giovare all'impresa nel momento in cui, grazie alla comunicazione di tali dati, essa riesce ad ottenere un riscontro positivo dal mercato ed ad attrarre i capitali che in esso sono alla ricerca di allocazione.

L'efficienza dell'allocazione dei capitali ed il costo dello stesso possono essere migliorati dunque tramite una migliore gestione della disclosure e quindi attraverso una maggiore divulgazione a livello informativo.

L'effetto che si ottiene da quanto appena descritto è rappresentato anche da un maggior benessere per gli azionisti.

Va sottolineato anche che, l'agire da parte dell'impresa dimostrandosi propensa alla condivisione dei fatti di gestione che la riguardano, non può che produrre una maggiore aspettativa verso i suoi presenti o potenziali portatori di interesse.

Questi ultimi, infatti, si rivelano pienamente consapevoli delle vicende che interessano

45 Quagli Alberto, Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane, Franco Angeli, 2004, pagina 61.

l'organizzazione stessa e riescono a capire le potenzialità da essa offerte.
Mentre inizialmente le imprese tentavano di mantenere un determinato grado di riservatezza per tutelare il proprio vantaggio competitivo, si è poi dimostrato che talvolta una maggiore apertura verso il mercato potesse dare beneficio avvicinando potenziali investitori intenti a sfruttare i vantaggi percepiti dalle informazioni divulgate.
L'aumento delle pratiche di disclosure porta allora inevitabilmente come conseguenza a rendere gli stakeholder, presenti e potenziali, più liberi e sicuri nel prendere decisioni che riguardano i rapporti con l'organizzazione.
Il loro legame con l'impresa dunque si valorizza grazie alla riduzione del divario e delle asimmetrie informative che riguardano questi soggetti.
Nel momento in cui poi tali rapporti diventano ancora più stretti, grazie alle informazioni fornite, la disclosure finisce con l'assumere ancora maggiore rilievo in quanto si fa portatrice, da un lato del valore aziendale, e dall'altro del suo incremento a seguito della più stretta relazione che è riuscita a generare.
La trasparenza dell'informativa messa a disposizione dall'impresa funge anche da garanzia nei confronti degli stakeholder, ed in particolare dei loro diritti.
Infatti, la completa condivisione e divulgazione di fatti e dati aziendali, e l'evidenza dei rendiconti finanziari, inducono ad una maggiore fiducia da parte di questi soggetti a favore dell'organizzazione nel suo complesso.
Il ruolo della disclosure è diventato ancora più decisivo in riferimento alla situazione che caratterizza l'economia moderna, basata sull'informazione e sul crescente ruolo che essa assume nei processi aziendali.
Esiste una differenza tra la disclosure obbligatoria richiesta dalla legge e dal mercato e quella invece diffusa volontariamente in maniera addizionale dai manager.
Entrambe le tipologie si fanno portatrici dei vantaggi sopra elencati, in particolare di quelli ricollegabili all'incremento della liquidità del mercato azionario ed alla migliore efficienza del mercato dei capitali.
Come già detto, al contrario della comunicazione obbligatoria, la voluntary disclosure è a discrezione dei manager, che in alcune circostanze possono dimostrarsi restii a diffondere le informazioni di impresa ed avere maggiori incentivi e vantaggi nel trattenere determinate notizie.
Questi ultimi potrebbero per esempio decidere di non render note informazioni aggiuntive di

valore rilevante per la presenza, come già sottolineato, di costi necessari a questo scopo oppure anche solamente per il costo supportato in termini di aiuti forniti ai competitor dovuti alla rivelazione di informazioni private.

Per questo motivo la capacità in termini quantitativi di materiale informativo comunicato dipende dal compromesso che deriva dalla scelta che i manager devono affrontare tra la riduzione delle asimmetrie informative da un lato ed i costi connessi alla disclosure e relativi alla produzione ed alla divulgazione delle informazioni dall'altro.

Tali costi sono rilevanti per le scelte di disclosure aziendale. Essi, se si manifestano in misura considerevole, sono in grado di limitare l'incentivo di diffondere informazioni al mercato da parte dell'impresa.

La mandatory disclosure, in qualche modo, influisce su questo trade off, modificando le scelte e la quantità della comunicazione volontaria.

Quest'ultima infatti permette di apprezzare maggiormente quella parte di valore di impresa che viene già divulgata attraverso le imposizioni della normativa.

Le imprese infatti possono rinforzare la credibilità ed il valore attraverso l'utilizzo della disclosure volontaria.

D'altra parte, dati tutti i costi di cui essa si fa portatrice, i manager tendono ad optare per una sua riduzione, nel momento in cui la comunicazione obbligatoria risulti già una sua potenziale sostituta. A conseguenza di ciò, si riducono i vantaggi di un'addizionale e volontaria disclosure.

Talvolta però la decisione di integrare la mandatory disclosure con un'aggiuntiva informativa di carattere volontario, viene presa al solo scopo di evitare un riscontro negativo a livello di mercato circa le decisioni di non comunicazione delle informazioni.

La relazione tra queste due fattispecie di disclosure provoca contrastanti risultati e non è possibile capire fino in fondo la natura di questa relazione.

Non è infatti chiaro il ruolo che una svolge nei confronti dell'altra ed in modo particolare in che modo le scelte di disclosure volontaria sono condizionate dagli obblighi previsti dalla disclosure obbligatoria.

Esiste un gap dunque tra mandatory e voluntary disclosure che vede la seconda alternativamente come sostituta o come complementare a supporto della prima.

Infatti, in presenza di bassi livelli di comunicazione obbligatoria, quella volontaria completa ed arricchisce la sua informativa carente e frammentaria.

I manager possono quindi utilizzare la voluntary disclosure al fine di comunicare informazioni private agli investitori nel momento in cui la comunicazione obbligatoria sia incompleta.
D'altra parte ovviamente, accade l'inverso nel momento in cui la mandatory disclosure sia elevata e ricca.
Data la grande quantità di informazioni obbligatoriamente fornite, i manager interrompono il flusso di informazioni addizionali relative all'impresa, evitando così di dover sopportare i costi ad esse riferiti e precedentemente citati.
Infatti, quando una larga parte delle informazioni di impresa viene fornita obbligatoriamente per legge, l'impresa limita la diffusione di altre informazioni, in particolare nel momento in cui i costi generati da questa divulgazione superano i benefici derivanti da una ulteriore riduzione dell'asimmetria informativa.
In questo caso inoltre risulta evidente come la voluntary disclosure, che investe l'organizzazione aziendale nel suo complesso e gli stakeholder, risulti attenuata a seguito dell'abbondanza delle informazioni presentate e divulgate dalla disclosure obbligatoria.
Un incremento del peso della mandatory disclosure è dunque accompagnato da una diminuzione in termini di voluntary disclosure, configurando una relazione di sostituzione che caratterizza le due fattispecie.
Comunicazione obbligatoria e volontaria possono quindi succedersi l'una con l'altra, soprattutto nel momento in cui la prima sia particolarmente ricca.
La natura di questo legame ed il grado di voluntary disclosure variano principalmente sulla base del livello della mandatory disclosure.
Posto che la comunicazione volontaria rappresenta un valore aggiunto a quella obbligatoria, occorre capire fino a che punto si concretizzano i vantaggi da essa prodotti.
Infatti, dato che gran parte dell'informativa è prevista dalla comunicazione obbligatoria, il beneficio derivante da quella volontaria comincia gradualmente a diminuire, mentre, d'altra parte invece, il costo supportato per la sua divulgazione resta lo stesso.
Nel momento in cui il costo sostenuta per la voluntary disclosure supera i benefici apportati dalla stessa, il verso della relazione alla base del legame tra le due fattispecie assume forma inversa e negativa.
Non esiste dunque una relazione univoca tra mandatory e voluntary disclosure.
Occorre però sottolineare che la composizione della comunicazione richiesta dalla normativa

è divenuta nel corso del tempo sempre più ampia.
Inoltre, l'adozione obbligatoria per determinate categorie di imprese dei principi contabili internazionali ha permesso di facilitare il confronto tra imprese rendendo l'informativa stessa più facilmente intuibile.
Nonostante questo però, l'informativa di bilancio viene considerata ancora limitata. In primo luogo vengono contestati l'approccio contabile ed il linguaggio monetario che limitano le possibilità da parte degli stakeholder di apprendere effettivamente la portata di tale informativa, migliorata grazie alla predisposizione di documenti aggiuntivi aventi carattere appunto descrittivo.
In secondo luogo, la redazione del bilancio di esercizio, basata su una logica a consuntivo, non consente di esprimere ciò che invece più interessa agli investitori, ossia le prospettive future.
Inoltre, con riguardo alle realtà aziendali di più limitate dimensioni, i documenti di bilancio non lasciano trapelare informazioni circa l'impatto sociale ed ambientale dell'attività di impresa, che viene valorizzato solamente nel momento in cui si procede alla predisposizione di un idoneo bilancio di sostenibilità.

3.4 La disclosure del capitale intangibile

Sempre maggiore importanza viene data dunque alla disclosure in ambito di risorse immateriali, caratterizzate per non avere forma fisica o finanziaria.
A causa della natura non fisica di queste attività e dell'incertezza associata ai benefici futuri da esse derivanti, i modelli di rendicontazione finanziaria tradizionali non sempre riescono a captare l'effettivo potenziale di questi value driver.
"Firms with higher levels of intangible assets emphasize supplemental disclosures because mandated accounting disclosures inadequately present their financial performance. These results have important policy implications for regulators and investors since they indicate that voluntary disclosures, which are unregulated and unaudited, are an important means of disclosure for these firms."[46]
A livello di principi contabili, considerando solamente quelli emanati a livello internazionale, esistono determinate linee guida che possono essere adottate dalle imprese per la

46 Gelb David, Intangible assets and firms' disclosures: an empirical investigation, Journal of Business Finance & Accounting, 2003.

valorizzazione degli intangibles.

La loro capitalizzazione viene accettata nel momento in cui essi presentino come caratteristiche quelle di avere un'utilità pluriennale misurabile e la possibilità di essere ceduti.

Tuttavia, lo stesso trattamento non viene riservato ad altre tipologie di immateriali, altrettanto fondamentali nella contribuzione della definizione di valore di impresa.

"There is no accepted standard for appraising the worth of nonphysical assets like human capital, and managerial expertise. Yet these are the essence of 21st-century business."[47]

A seguito della crescita esponenziale del settore dei servizi, di quello dell'Information Technology e del numero di operazioni aziendali interessate da fusioni ed acquisizioni, la contabilizzazione di queste risorse è diventata imprescindibile.

"The OECD announced in 2012 that brand recognition, copyrights, trademarks, and digital assets like software and databases have also been added to the balance sheet of "intangible assets."[48]

Inoltre essi possono configurarsi come intangibili acquisiti esternamente o prodotti all'interno dei confini aziendali.

"If a firm makes a separate acquisition of an intangible (i.e.,"bought"), the cost will be capitalised (IAS 38, paras. 25–31) whereas if the cost pertains to an internally produced intangible, the cost is often expensed as incurred (IAS 38, paras. 51–64). However, when an intangible is bought separately, the uncertainty about future economic benefits is generally lower (e.g., an already developed brand) compared to an intangible currently being developed (e.g., brand being developed), which to some extent justifies the different accounting treatments. The impact of the treatment of intangibles in financial accounting and reporting can lead to a difference in how analysts notice financial performance and economic wealth in firms from annual reports. This is because accounting explains that expenses have no separably identificable future economic benefits, whereas assets do. Since expensing intangibles can decrease the accuracy of future predictions of profits, firms can help analysts to overcome this difference in view stemming from the principles of accounting, by disclosing future economic benefits in narrative and visual forms."[49]

---

47 Caruso Denise, The real value of intangibles, Tech & Innovation, 2008.

48 McKinney Phil, The Economics of Innovation: valuing innovation as an intangible asset, Phil McKinney Blog, 2017.

49 Abeysekera Indra, Does the classification of intangibles matter? An equivalence testing, Advances in Accounting, 2016, pagina 135.

Gli intangibles possono inoltre configurarsi sotto forma di intangibili specifici, nel caso in cui siano chiaramente determinabili ed anche cedibili singolarmente, basti pensare al marchio, oppure come intangibili generici, come ad esempio l'avviamento, che racchiude il potenziale valore generato dall'impresa, e per questo, se ceduto, viene trasferito con il complesso aziendale in quanto è ad esso riferito.

I primi vengono esposti nella contabilità di impresa sulla base del loro prezzo di acquisizione e, annualmente, sono soggetti ad ammortamento nel caso in cui abbiano una vita utile specifica e determinata o ad impairment test nel caso contrario.

"Some intangibles with a definite useful lifespan, such as a patent, may still be amortized. Those with an indefinite useful life, such as a trade secret, can't be amortized, but are subject to an impairment test. That means that companies must record losses, such as a decline in brand value after a product recall."[50]

L'avviamento invece rappresenta le capacità e potenzialità dell'impresa già avviata nel suo complesso.

La valorizzazione dell'avviamento in bilancio viene giustificata nel caso in cui si procede ad una business combination, ossia ad una operazione di aggregazione aziendale. Per questo motivo, il valore di questo elemento dalla composizione ampia viene rilevato solamente nel caso in cui esso venga per così dire acquistato.

"In conventional accounting, intellectual capital and other intangibles appear on a company's balance sheet only in the course of an acquisition, as "goodwill" — the lump-sum difference between the amount a buyer paid to acquire another company and the book value of the acquired firm or its acquired shares. This amount generally represents the value that a company has accrued by way of its brand, reputation, customer service, and other nonphysical assets."[51]

Sono principalmente quattro le classi in cui vengono classificati gli intangibili. Vi sono infatti le risorse legate a marketing e clientela, quelle relative a know how e tecnologia, quelle derivanti dalle risorse umane ed infine quelle che fanno capo all'organizzazione aziendale.

Una più specifica disamina della sfera del capitale immateriale e della sua composizione verrà effettuata nel capitolo successivo.

---

50 Hope Jeremy, Player Steve, Beyond Performance Management, Harvard Business Review Press, 2012, pagina 106.

51 Hope Jeremy, Player Steve, Beyond Performance Management, Harvard Business Review Press, 2012, pagina 106.

Raccogliere tutte le informazioni ad essi riferite in un unico documento quale il bilancio del capitale immateriale, permette di evidenziare il loro contributo nell'ottenimento del vantaggio competitivo di impresa.

"Le risorse intangibili devono, conseguentemente, trovare un'adeguata collocazione nei sistemi di contabilità, di controllo manageriale e di reporting aziendale interno ed esterno, per rappresentare fedelmente la realtà economica in cui opera l'azienda, l'innovazione sviluppata, gli investimenti in capitale umano, le relazioni esterne e la reputazione acquisita sul mercato."[52]

Un modello rinomato per la misurazione della performance derivante dal capitale intangibile è quello della Balanced Scorecard. Questo approccio nella valutazione dei risultati di impresa è stato sviluppato nel 1992 e si affianca ai tradizionali metodi contabili di carattere economico e finanziario.

"Think of the balanced scorecard as the dials and indicators in an airplane cockpit. For the complex task of navigating and flying an airplane, pilots need detailed information about many aspects of the flight. They need information on fuel, air speed, altitude, bearing, destination, and other indicators that summarize the current and predicted environment. Reliance on one instrument can be fatal. Similarly, the complexity of managing an organization today requires that managers be able to view performance in several areas simultaneously."[53]

Questo strumento permette dunque al management di studiare la situazione in cui è inserita ed opera l'impresa secondo differenti punti di vista.

Da un'ottica finanziaria infatti la balanced scorecard provvede a misurare alcuni parametri, come ad esempio cash flow e ROE, che danno indicazioni sulle capacità di sopravvivenza e prosperità dell'impresa e che sono quindi monitorati secondo la prospettiva degli azionisti.

Spostando l'attenzione verso i clienti invece, le misurazioni effettuate da questo strumento contribuiscono ad indicare ad esempio il livello di relazione raggiunto con i partner e quindi la soddisfazione dei clienti, le loro reazioni nei confronti dei nuovi prodotti immessi sul mercato e tutti i vantaggi ottenuti dalla catena di fornitura. L'attenzione è dunque rivolta sul valore espressivo della clientela. Vengono inoltre circoscritte le aree di mercato in cui l'impresa

---

52 Orlandi Marco, Il bilancio del capitale intellettuale: gestione, valutazione e misurazione, Franco Angeli, 2012, pagina 24.

53 Kaplan Robert, The Balanced-Scorecard – Measures that drive performance, Harvard Business Review, 1992.

risulta competitiva e viene valutato il relativo livello di performance raggiunto.
Secondo invece una prospettiva interna, la balanced scorecard permette di identificare appunto tutti i driver del vantaggio competitivo che rendono l'azienda performante, focalizzandosi in modo particolare sulle capacità tecnologiche sviluppate dalla stessa, sull'efficienza manifatturiera raggiunta e sulla produttività in ambito progettuale.
Per finire, l'ottica di tale modello è anche rivolta allo sviluppo futuro ed alle possibilità di innovazione ed apprendimento che si presentano all'impresa. In questo caso è palese lo spostamento dell'attenzione verso il lungo termine.
"L'allineamento degli obiettivi stabiliti nelle quattro prospettive rappresenta la chiave per la creazione di valore e, dunque, per una strategia ben focalizzata ed intrinsecamente coerente."[54]
La Balanced Scorecard dunque permette di mettere in relazione da una parte obiettivi di breve periodo e dall'altra obiettivi a lungo termine, attraverso la comparazione simultanea di indicatori di natura finanziaria e di altri aventi invece carattere non finanziario.
Tramite questo modello quindi è possibile valutare anche le prospettive di crescita, in particolare quelle finanziarie future, non limitandosi a determinare il valore dell'impresa sulla base esclusiva di misure ex post.
Ampliare le vedute non focalizzandosi solamente su misure economico-finanziarie orientate a dati che si riferiscono al passato permette di ovviare ad errori di valutazione che vengono quindi limitati grazie all'utilizzo di indicatori sulle performance future.
Il modello della Balanced Scorecard contribuisce ad evidenziare l'importanza del capitale immateriale in ambito di ricerca e conservazione del successo aziendale, soprattutto in un'ottica di lungo periodo. Nel processo di ottenimento del vantaggio competitivo infatti non è più sufficiente l'utilizzo di sole risorse materiali a tale scopo.
D'altra parte gli intangibili possiedono caratteristiche per alcuni aspetti contrapposte a quelle che investono invece gli asset materiali. E' proprio per queste particolarità che si richiede vengano predisposte misure economico-finanziarie diverse al fine della loro valorizzazione. I beni intangibili infatti producono valore solamente indirettamente e tale valore è per di più determinato in maniera contestuale sulla base del loro grado di allineamento alla strategia di impresa. Inoltre, il massimo valore potenziale che da essi può scaturire si manifesta nel momento in cui si riesce a generare una profonda relazione che lega non solo i vari asset

54 Kaplan Robert, Norton David, Mappe strategiche. Come convertire i beni immateriali in risultati tangibili, Isedi, 2005.

intangibili tra loro, ma anche gli stessi nei confronti dei beni materiali e soprattutto nei confronti della strategia.
Queste risorse sono diventate il nuovo vettore del vantaggio competitivo di impresa soprattutto in una realtà economica orientata alla resource-based view che tende a valorizzare l'unicità di determinati asset intangibili che l'impresa si è fortemente impegnata a sviluppare. Tra i vari beni di carattere immateriale, uno in particolare, la conoscenza, ha poi permesso di passare da un'ottica resource-based ad una knowledge-based, che attesta principalmente il valore specifico del fattore conoscenza, portandolo ad un livello ancora più elevato.
La diffusione della conoscenza a livello aziendale nei confronti di tutti i soggetti interessati all'attività di impresa implica di conseguenza il tentativo di divulgazione anche del valore del capitale intangibile in generale, evidenziando che le risorse che ne fanno parte sono sempre più richieste da parte del mercato ed è sempre più interessante la disclosure ad esse riferita.
”It may be naïve to assert that total transparency regarding Intellettual assets would automatically enhance the quality of corporate information being distributed to external stakeholders; however, given the increasing importance of Intellettual assets in driving corporate value, it can be argued that corporations should nonetheless voluntarily communicate relevant and useful information on Intellettual assets to their stakeholders."[55]
Viene dato rilievo dunque alle modalità con le quali questi elementi immateriali sono valorizzati ed all'importanza che essi ricoprono nel concorrere allo sviluppo del vantaggio competitivo dell'impresa.

3.5 Il vantaggio competitivo

L'analisi delle fonti che sono generatrici della competitività aziendale e che contribuiscono al raggiungimento del vantaggio competitivo stesso sono costantemente oggetto di studi ed approfondimenti.
“La comprensione dei drivers esplicativi del successo aziendale è da sempre uno dei soggetti di ricerca più dibattuti e analizzati negli studi di strategia. Il fine dei ricercatori in tema di strategic management è, di fatti, quello di indagare sulle fonti del vantaggio competitivo aziendale, esplicitando il ruolo che diversi fattori possono avere nei processi di pianificazione

55 Kang Helen, Gray Sidney, Internally generated intangible assets: framing and discussion, Australian Accounting Review, 2008.

della strategia a livello di business."[56]

Come appena detto, trattandosi di un argomento sempre attuale e quindi continuamente discusso, è inevitabile come questo tema sia stato spesso al centro di trattazioni e studi che hanno attribuito diversi significati e diversa importanza ai fattori considerati portatori del vantaggio competitivo aziendale. Studi, contributi, teorie ed approcci che mirano al medesimo obiettivo di contestualizzazione del vantaggio competitivo di impresa, si diversificano sostanzialmente perché prendono in considerazione diversi fattori testimoni del successo aziendale.

La rassegna delle variabili valutate significative allo scopo del successo di impresa risulta essere quindi ampia e diversificata. I principali filoni di pensiero hanno riscontrato quali principali elementi portatori di vantaggio competitivo ad esempio: l'adattamento all'ambiente esterno, la valorizzazione delle risorse interne all'impresa, risorse intangibili e difficilmente quantificabili quali la conoscenza e le relazioni tra impresa ed i suoi interlocutori.

Il primo vero schema che tenta di spiegare le ragioni del successo aziendale viene fatto ricondurre all'Industrial Organization che per molto tempo è stata alla base della progettazione e pianificazione della strategia aziendale. La caratteristica principale di questo approccio è rappresentata dalla stretta relazione che lega da un lato la performance dell'impresa e dall'altro la struttura del settore in cui l'impresa opera. L'unità di analisi di riferimento è rappresentata quindi, in questa prospettiva, dal settore.

La conseguenza di questa visione prevede quindi che le caratteristiche del settore dove l'azienda è inserita condizionano le scelte strategiche dell'impresa stessa e, di conseguenza, hanno effetti sui risultati e sulle performance ottenute. L'obiettivo dell'impresa è quindi quello di studiare il settore di riferimento, valutarne le opportunità ed i punti deboli, e sfruttare queste informazioni per modellare una strategia che da queste indicazioni prenda spunto. La difficoltà per l'azienda è quella di tentare di interpretare i cambiamenti che il settore sta per, o potrà incontrare, sviluppare una strategia, adattarsi prima dei competitor ed anticiparli a livello di tempistiche per rimanere performante a scapito di questi ultimi. L'ottica con cui viene sviluppata l'Industrial Organization, come visto, risulta totalmente incentrata sulla competizione con altre imprese per spuntare una maggiore competitività. La competizione è intesa e rivolta nei confronti anche di clienti e fornitori sui quali l'impresa cerca di prevalere, non solamente quindi in relazione ad altre imprese concorrenti e per questo risulta palese già

56 Pirolo Luca, La gestione d'impresa in una prospettiva relazionale, Franco Angeli, 2014.

da questa situazione come l'approccio di Industrial Organization non dia importanza alle relazioni "positive" instaurate tra l'impresa ed i suoi interlocutori. Questa risulta essere una prima critica a tale modello, che viene successivamente accantonato per lasciare spazio alle più recenti teorie del valore.

Un primo esempio di teoria basata sul valore è la resource-based view, in cui il successo dell'impresa dipende appunto dal valore generato dalle sue risorse e quindi il successo nell'ottenimento di una soddisfacente redditività dell'impresa deriva dallo sfruttamento delle sue diversità e peculiarità nei confronti dei competitor.

L'adozione di questa strategia sposta il focus dalle risorse esterne all'impresa (l'ambiente esterno) a quelle interne (sviluppate grazie ad una gestione dell'impresa performante) e la sua logica quindi non riguarda il semplice sfruttamento delle opportunità che il contesto ambientale mette a disposizione dell'impresa quanto piuttosto l'utilizzo delle proprie competenze per fronteggiare l'ambiente esterno. Questo approccio risulta fondato quindi sull'importanza delle risorse generate e sviluppate all'interno dell'impresa ed è quindi totalmente in antitesi con la teoria precedentemente menzionata che come già detto faceva dipendere il vantaggio competitivo dallo sfruttamento e dallo studio delle caratteristiche del settore in cui opera l'impresa. Con la nuova teoria infatti la pianificazione strategica di impresa prende come punto di partenza lo sfruttamento delle risorse e competenze che sono a disposizione dell'impresa per trarre il massimo beneficio in termini di vantaggio competitivo.

"La performance d'azienda non è più vista quale variabile dipendente dalla struttura (e quindi dalle caratteristiche) del settore, ma effetto diretto del possesso di alcune specifiche risorse e capacità dell'impresa che le consentono di ottenere rendimenti superiori a quelli dei concorrenti."[57]

La resource-based view rientra tra le teorie del valore in quanto ciò che viene messo in risalto è rappresentato proprio dal valore e dall'importanza di alcune variabili quali l'inimitabilità e la non sostituibilità delle risorse e delle competenze a disposizione dell'impresa.

"The resource-based view (RBV) explores the role of key resources, identified as intangible assets and capabilities, in creating competitive advantage and superior performance. To a great extent the conceptual analysis and empirical research within the RBV has focused on the firm's perspective of key resources and the value to the firm of these key resources. The other perspective on key resources is to explore the value they provide to the customer."[58]

57 Pirolo Luca, La gestione d'impresa in una prospettiva relazionale, Franco Angeli, 2014, pagina 21.

58 Barry Carol et. al., The resource-based view and value: The customer-based view of the firm, Journal of

E' diventato di fondamentale importanza per l'impresa quindi anche proteggere tali risorse in modo da evitare che queste vengano fatte proprie anche dai competitor nel tentativo di estorcere il vantaggio competitivo raggiunto dall'azienda. A questo proposito l'importanza di marchi e brevetti per esempio risulta fondamentale.

Dato che la competitività dell'impresa dipende da tali risorse, per mantenerla nel tempo è necessario che queste ultime vengano continuamente valorizzate al fine di non perdere il beneficio ottenuto. Si rendono quindi necessari costanti investimenti destinati a mantenere vivi gli elementi considerati fattori scatenanti del vantaggio competitivo in quanto, se così non fosse, quest'ultimo non sarebbe destinato a perdurare ed avrebbe durata pari alla vita delle risorse che ne sono la causa. La sostenibilità del vantaggio competitivo diviene quindi tra i primi obiettivi dell'impresa. Vantaggio competitivo e sostenibilità dello stesso infatti sono concetti che si ritrovano spesso legati ma il concetto di sostenibilità dev'essere inteso in un'accezione più grande ed avere più ampio raggio.

"La sostenibilità non indica la mera durata temporale né il fatto che il vantaggio non possa persistere indefinitamente, ma si riferisce alla possibilità che quel vantaggio sia replicabile o meno da altre imprese."[59]

L'Industrial Organization aveva poi come punto di partenza la struttura del settore in cui le imprese operavano, con la resource-based view invece il vero valore dipende dal modo in cui le imprese sfruttano le proprie risorse e le applicano e le modellano sulla base del settore di appartenenza. Le risorse a disposizione delle imprese sono svariate ed eterogenee per cui i diversi livelli di redditività da esse raggiunti dipendono dalle modalità con cui tali risorse vengono sfruttate, e non dall'attrattività del contesto in cui si trovano ad operare. Quest'ultimo infatti non è più considerato un elemento così importante come lo era per la Industrial Organization, essendosi spostata l'ottica sulla dotazione di risorse dell'impresa che finiscono con il modellare le strategie della stessa.

Tuttavia una delle principali critiche mosse nei confronti di questa teoria basata sulle risorse e competenze dell'impresa è rappresentata dal fatto per cui, effettivamente, non venga previsto un vero e proprio percorso da seguire per la generazione di valore. Tale approccio infatti si focalizza soltanto sull'imposizione delle risorse come fonte principale del vantaggio competitivo senza stabilire come questo possa materialmente venire raggiunto in quanto tale

---

European Industrial Training, 2007.

59 Cerrato Daniele, Natura e determinanti del vantaggio competitivo sostenibile nella prospettiva resource-based: alcune riflessioni critiche, Sinergie Italian Journal of Management, 2011.

compito viene totalmente affidato al management che dovrà essere in grado di identificare una strategia rivolta in questa direzione. L'azione manageriale è pertanto fondamentale in quanto la relazione che mette in collegamento le risorse dell'impresa con la strategia per la loro valorizzazione non è immediata, ma passa attraverso le abilità dei manager di realizzazione di risultati reali tramite lo sfruttamento delle potenzialità dell'impresa.

Un'ulteriore critica a questa teoria infatti riguarda l'eccessivo focus su risorse potenziali e la poca sensibilità per quanto riguarda invece l'efficacia dell'azione manageriale senza la quale l'ottenimento del vantaggio competitivo non sarebbe comunque realizzabile.

L'ottica su cui si basa poi la resource-based view riguarda ciò che l'impresa è in grado di fare e non i bisogni che essa mira a soddisfare e questa condizione mina alle potenziali relazioni insaturabili con il mercato rischiando di indirizzare l'impresa verso una chiusura in sé stessa che la porta a concentrarsi solo ed esclusivamente sulle proprie risorse interne senza valorizzarne altre potenziali ottenibili dall'esterno.

Da un lato infatti la teoria dell'Industrial Organization risulta fermamente concentrata sull'ambiente esterno mentre dall'altro lato la resource-based view punta eccessivamente su quello interno e questo non porta alla creazione di un giusto mix che considera l'importanza di entrambi questi fattori. Il vantaggio competitivo infatti dovrebbe dipendere tanto dall'organizzazione delle risorse interne all'impresa quanto dalle condizioni del contesto in cui l'impresa si trova ad operare in quanto fondamentalmente è anche dall'ambiente esterno che l'impresa reperisce risorse per la propria attività. L'impresa inoltre non si relaziona con l'ambiente solamente per il reperimento di risorse in qualità di input, essendo il mercato destinatario anche degli output che essa produce. La dinamicità del mercato poi mette l'impresa di fronte alla necessità di doversi sempre adattare ai mutamenti che in esso intervengono ed ancora di più in questo caso si sottolinea quindi la bravura dei manager di cogliere tali possibilità.

Un'ulteriore teoria orientata al valore è la knowledge-based view. Questa teoria classifica come fonte di valore per l'impresa il possesso di conoscenze uniche e rare, viste come la causa primaria e l'input critico della generazione di valore.

"To the extent that it focuses upon knowledge as the most strategically important of the firm's resources, it is an outgrowth of the resource based view."[60]

Mentre la resource-based view tentava di trattenere all'interno dell'impresa la fonte del

60 Grant Robert, Toward a knowledge-based theory of the firm, Strategic Management Journal, 1996, pagina 110.

vantaggio competitivo creata dalle risorse, la knowledge-based view punta invece alla diffusione della conoscenza come fondamento per la creazione di valore. La diffusione della conoscenza è considerata così importante per ciò che può rappresentare per la cultura aziendale. La divulgazione delle informazioni infatti tra tutti i soggetti legati in qualche modo all'impresa può rappresentare una modalità per rafforzare il legame e la dedizione di questi soggetti nei confronti dell'impresa stessa andando a beneficio del complesso aziendale. Nella knowledge-based view l'analisi delle capacità e potenzialità dell'impresa incorpora ed affianca alle risorse economiche e tecniche anche quelle umane ed organizzative.

Un'ulteriore teoria si è poi sviluppata focalizzandosi ancora più fermamente sullo scambio di informazioni tra gli attori del gioco di impresa, ed è la relational-based view. Questo approccio amplifica il punto di vista della precedente teoria ed inserisce tra i driver del vantaggio competitivo il valore delle relazioni. I legami e le reti che vengono considerati da questo approccio sono tuttavia quelli con caratteristiche che si discostano da quelli naturalmente derivabili da relazioni di mercato.

Lo sviluppo di questo approccio prevede di spostare l'attenzione dalla singola impresa, o meglio, di inglobare nella situazione anche i soggetti con i quali l'impresa si relaziona, e quindi la sua rete di contatti. L'unità di analisi è quindi la totalità delle relazioni e non l'impresa nella sua individualità. Questo elevato livello di cooperazione prevede l'impossibilità di pensare alla strategia di impresa prescindendo dalla valutazione della strategia del network in cui l'impresa si inserisce. La relational-based view suggerisce che le performance potrebbero essere rafforzate attraverso lo sfruttamento delle risorse che si sviluppano da queste relazioni.

Dall'evoluzione delle teorie sopra esposte è palese come l'orientamento sia quello del riconoscimento di un ruolo sempre crescente delle componenti intangibili per il raggiungimento del vantaggio competitivo aziendale.

I più recenti spunti di riflessione infatti sono quelli che hanno definito come variabili di successo la conoscenza e le relazioni, di fondamentale importanza per il crescente contesto competitivo nel quale le imprese si trovano immerse.

Gli studi più attuali si sono soffermati proprio sull'importanza dei legami che mettono in collegamento l'impresa con altri interlocutori che con essa operano e si interfacciano. Questi studi hanno inoltre riscontrato come l'intensità di tali relazioni contribuisca al raggiungimento dei fini aziendali e ne faciliti la realizzazione.

La relazione infatti viene considerata fondamentale già dal momento della nascita e dello sviluppo dell'impresa in quanto quest'ultima non viene vista ovviamente come realtà a sé stante ma come sistema dinamico che costantemente per sopravvivere si deve relazionare verso l'esterno.
D'altronde non potrebbe essere diversamente dato che altro non si tratta che di una realtà tendenzialmente sorta per la soddisfazione di bisogni percepiti insoddisfatti dal pubblico in generale.
La motivazione che sta alla base della scelta di queste due variabili (conoscenza e relazioni) deriva dal fatto per cui l'attenzione si stia sempre più indirizzando verso quelle che sono le risorse immateriali che l'impresa ha la possibilità di utilizzare, nonché il loro potenziale che, se opportunamente sfruttato, contribuisce a generare beneficio per l'impresa.
La ricerca della conoscenza tuttavia non si deve limitare all'interno dei confini organizzativi dell'impresa in quanto essa può andare alla ricerca di conoscenza da inserire nella propria organizzazione anche confrontandosi con il mercato, raffrontandosi quindi con altri soggetti e facendo proprio il loro know how, attraverso un mix di pressoché infinite possibilità.
A partire da questo filone di pensiero quindi i concetti di conoscenza e relazione cominciano ad intersecarsi ed è proprio tramite la relazione con soggetti esterni all'impresa che l'azienda ha maggiori possibilità di ampliare il proprio livello di conoscenze.
Questa ricerca di nuova informazione viene a contestualizzarsi con il termine di capitale sociale, e come è ovvio rappresenta un grande valore nonché potenziale fattore di successo per l'impresa, anche se effettivamente risulta difficile e non immediato stabilirne il valore a livello quantitativo, essendo per l'appunto un asset intangibile.
L'insieme di relazioni instaurate dall'impresa con altri interlocutori con cui entra in contatto diventa quindi tanto importante quanto altre forme di capitale conosciute per essere più tradizionali come ad esempio il capitale strutturale.
Da quanto appena detto risulta evidente come la competitività dell'impresa risulti chiaramente e fortemente influenzata dalle componenti di conoscenza e relazione che l'impresa riesce a fare proprie e sviluppare sia internamente che nei confronti del mercato. Dalla disamina delle varie teorie che hanno cercato di dare una risposta circa le tattiche di sviluppo del valore aziendale è chiaro come l'attenzione si sia spostata dall'ambiente esterno alle risorse interne all'impresa, considerando queste ultime inizialmente con riferimento a quelle tangibili e materiali e spostando successivamente il focus su quelle definite come intangibles. Può

sembrare strano come un elemento dalla consistenza immateriale possa invece rivelarsi così fondamentale se non indispensabile nella conquista di vantaggi concreti e di posizionamenti strategici. Rispetto alle risorse materiali, quelle immateriali hanno il vantaggio di non consumarsi nel tempo, quanto piuttosto accrescono il proprio valore per l'esperienza di cui si fanno portatrici e per il posizionamento strategico che ottengono sul mercato. Un ulteriore vantaggio proprio del capitale intangibile riguarda anche la difficoltà con cui esso può venire imitato dai competitor, proprio grazie alla sua qualità di immaterialità ed alla sua sostanza fatta di conoscenze, storia e cultura d'azienda (basti pensare a marchi, brevetti od anche semplicemente al livello delle relazioni sostenute dall'impresa ed alla fiducia alla base delle stesse).

Perfino Becker nel 1964 sosteneva come l'importanza del capitale umano nei risultati di impresa fosse più significativa della disponibilità di capitale di altro tipo e che il successo di impresa di un Paese nei confronti di un altro fosse dovuto a questo fattore piuttosto che ad un fenomeno di ricchezza del Paese.

CAPITOLO 4

FOCUS SUGLI INTANGIBILI

4.1 Il contesto competitivo

Gli scenari competitivi in cui si inseriscono le imprese si fanno sempre più complessi ed a cambiare risulta essere anche la natura delle organizzazioni stesse, le quali tendono a prendere indirizzi human capital based, focalizzati su risorse quali competenze manageriali e capacità relazionali.
Come conseguenza di questa tendenza, diventa sempre più complesso riuscire a stabilire l'effettivo valore di impresa, in quanto una gran parte di attività intangibili viene fatta rientrare nei confini aziendali.
"Nell'ambito delle tematiche del valore, della sua creazione, mantenimento ed accrescimento, una posizione sempre più rilevante assume quella della gestione e valutazione degli intangibles; tali beni infatti sono una componente di rilievo del successo di un'impresa."[61]

In passato, invece, le attività materiali rappresentavano i driver principali del valore di impresa mentre i beni immateriali erano considerati solamente una piccola componente del più complesso valore aziendale.
Si pensava ad essi solamente facendo riferimento al valore del brand e li si identificava limitatamente con il valore riconosciuto a quest'ultimo.
Tuttavia a seguito delle innovazioni tecnologiche che hanno portato a cambiamenti nel contesto competitivo in cui operano le imprese, si assiste all'incremento dell'importanza che le risorse intangibili hanno sviluppato all'interno dell'organizzazione di impresa, contribuendo a svolgere un ruolo fondamentale nella creazione di valore grazie ad elementi quali l'informazione, la conoscenza e l'istruzione.
La diffusione del sapere in ambito scientifico, ha investito non solo l'ambiente in cui opera l'impresa, ma anche l'attività da essa svolta e di conseguenza la sua organizzazione, portando a sviluppare una maggiore attenzione sul capitale umano, capace di generare tale risorsa.
“The answer lies in the expansion of scientific and technical knowledge that raises the productivity of labor and other inputs in production. The systematic application of scientific

61 Zara Claudio, La valutazione della marca, Etas, 1997.

knowledge to production of goods has greatly increased the value of education, technical schooling, and on-the-job training as the growth of knowledge has become embodied in people – in scientists, scholars, technicians, managers, and other contributors to output."[62]
Questa tipologia di capitale dunque, come si è visto, comincia ad avere all'interno dell'impresa un peso crescente, andando a coprire una percentuale sempre più elevata nei bilanci di esercizio.

I beni immateriali stanno conquistando quindi spazi sempre maggiori all'interno del patrimonio aziendale e di conseguenza tendono a diventare elementi fulcro per la determinazione del suo valore di mercato.

"Intangible assets are the major drivers of company growth... and will continue to be vital to companies and the challenge of how to manage, measure and visualise them has to be addressed in theoretical and practisal terms."[63]
Questa tendenza viene sottolineata anche dalla crescita di importanza per altri intangibles, come ad esempio la ricerca e lo sviluppo. Queste risorse infatti, vengono percepite con un prestigio sempre più rilevante se paragonate ad altri elementi materiali rappresentati invece dalle risorse produttive, dagli impianti, dai macchinari, dalle attrezzature e da tutti gli altri beni strumentali aventi carattere tangibile.

L'ambiente competitivo in cui si trovano ad operare oggi le imprese è in continua evoluzione e, di conseguenza, molto diverso da quello del passato in cui la principale fonte di vantaggio competitivo che un'azienda poteva vantare nei confronti di un'altra era rappresentata, come già detto, dalla quantità di risore materiali a sua disposizione.

La globalizzazione e l'economia moderna hanno promosso nuovi settori in cui le imprese possono concorrere ed hanno cambiato le richieste derivanti dal mercato, ponendo ad esempio una maggiore attenzione sul processo di acquisto, su quella che è l'immagine assegnata al prodotto e sul servizio post vendita che accompagna lo stesso.
In questo nuovo scenario risorse naturali, mera forza lavoro e capitale vengono considerati elementi che perdono di significato rispetto alle maggiori potenzialità che altri beni quali la conoscenza e coloro che la diffondono offrono all'impresa.
Si sviluppa un contesto economico in cui le tradizionali risorse rappresentate da capitale e

62 Becker Gary, Human Capital, University of Chicago Press, 1994.

63 Lev Baruch, Intangibles and intellectual capital, European Accounting Review, 2003.

lavoro vengono scalzate dal ruolo assunto dalla conoscenza e dall'informazione.
Ciò a cui si assiste dunque è una mutazione dell'ambiente in cui le imprese svolgono la propria attività, in un nuovo scenario in cui il valore dell'impresa si manifesta sulla base delle modalità con cui il capitale intellettuale si assembla ed interagisce con il capitale fisico e quello finanziario.
La ricchezza su cui si basava la possibilità dell'impresa di risultare performante ha da sempre riguardato la disponibilità della stessa di possedere risorse fisiche e concrete, ora invece deriva sempre più dal capitale intangibile ed immateriale.
Per questo motivo è largamente diffusa l'idea che il capitale intellettuale debba prendere il posto del patrimonio tangibile dell'impresa, in quanto più adatto alla creazione di valore.
Le risorse che il mercato scambia sono rappresentate per questo da beni che sono caratterizzati sempre più dal requisito dell'immaterialità e la maggiore attenzione verso questi elementi rispetto a quelli di natura tangibile rende i mercati ancora più instabili.

In un contesto così aperto agli scambi e sempre più moderno e sviluppato in ambito tecnologico poi, risulta anche più facile che in passato accedere a queste risorse.

L'operare in un'economia in evoluzione, sempre più propensa ad accogliere diversità e confronto, cambia quindi le priorità a cui le organizzazioni devono puntare per avere successo.
Se un'impresa tenta di espandersi per raggiungere una quanto più vasta fetta di mercato, deve fare affidamento ad un altro genere di risorse che le possano garantire il raggiungimento di questi obiettivi.
Le principali materie prime in questo nuovo scenario competitivo sono rappresentate da tutta quella serie di conoscenze ed informazioni che si riescono a convogliare nell'organizzazione e che successivamente si possono elaborare e sfruttare a fini interni.
Un'impresa aperta a continui miglioramenti dunque è un'entità che punta in maniera insistente sul fattore conoscenza.
La ricerca di tali elementi di successo fa sì che essi diventino risorse più significative ed indispensabili rispetto a quelle storiche impiegate nelle attività imprenditoriali e produttive riguardanti come già detto macchinari ed attrezzature più o meno sofisticate.
Il flusso che riguarda le informazioni e la conoscenza diviene quindi più importante di quello per così dire fisico, relativo a materie prime e prodotti.
Più tale flusso è veloce ed abbondante inoltre, più facile è per coloro che ne sono investiti

scovare opportunità di crescita e realizzarle.
Per questo motivo, si tende a dare un'enfasi maggiore ad elementi intangibili quali conoscenza ed informazione, di per sè immateriali ma dalle elevate potenzialità.
Il peso che queste risorse hanno dunque nel successo di impresa è costantemente crescente e si manifesta ancora di più a seguito dell'evoluzione del mercato e del cambiamento del contesto competitivo in cui le imprese si inseriscono.

L'importanza del settore della conoscenza e dell'informazione sta definitivamente superando quella del settore della produzione.
Il nuovo indirizzo che l'economia ha assunto, tuttavia, non può più essere sostenuto dalle vecchie pratiche in atto fino ad un determinato momento storico, ma deve prevedere per questo una riorganizzazione pensata sulla base di queste nuove rivelazioni e dinamiche.
Le mutate competenze che le imprese richiedono e su cui si basa l'economia dell'informazione necessitano di nuovi modelli organizzativi e nuove tecniche di gestione.
La capacità di incanalare e sfruttare al meglio le risorse derivanti dall'informazione diventa il nuovo obiettivo per l'impresa, in quanto in base a come essa sarà in grado di assimilarle, si configurerà il successo od il fallimento della stessa.
Gestire e reperire informazioni richiede un nuovo ed ulteriore sforzo economico da parte delle imprese, che devono riuscire ad investire al meglio il materiale ottenuto.
Le spese nella ricerca e nello sviluppo, e quindi anche quelle relative alla raccolta di conoscenza, si fanno sempre più ingenti e talvolta portano a sacrificare quelle destinate ai beni strumentali, e cioè alle risorse tangibili e fisiche che rientrano nel capitale investito dell'impresa.
Proprio per questo indirizzo infatti si smette di pensare all'impresa come ad un luogo in cui si produce, ma la si idealizza piuttosto come un luogo in cui si pensa.

4.2 Il capitale intellettuale

Il patrimonio dell'impresa dunque è costituito sia da beni di carattere fisico, sia da capitale finanziario investito nell'attività, sia da tutta quella serie di risorse immateriali rappresentate dal capitale intangibile.
Tra queste ultime rientrano ad esempio la conoscenza, la disponibilità di informazioni, le relazioni instaurate con i portatori di interesse, la motivazione del personale e la relativa

professionalità, il grado di fedeltà della clientela e non meno importante la brand identity. Tutte queste risorse, e tante altre, si configurano come generatrici di abilità e competenze che finiscono per incrementare il valore economico.

La definizione di capitale di impresa perciò fa riferimento all'insieme degli elementi che concorrono alla formazione del patrimonio aziendale e della sua ricchezza.

Tra questi rientrano pertanto anche le risorse di carattere immateriale.

"Incorporeal/immaterial factors that contribute to goods and services generation, whereby their manager and/or owner expect present and future benefits."[64]

Il valore di tali risorse concorre alla formazione del valore complessivo dell'impresa considerata nella sua totalità, congiuntamente agli altri elementi appena citati.

Inoltre, esso contribuisce anche, secondo quanto previsto dalla resource-based view, alla definizione della performance aziendale, che dunque non deriva solamente dallo sfruttamento delle risorse interne di carattere tangibile.

Il valore di impresa ha dunque una correlazione diretta con le attività intangibili della stessa, le quali infatti contribuiscono sempre di più ad aumentarne il valore di mercato totale.

Anche il capitale intellettuale rappresenta il patrimonio intangibile proprio dell'impresa.

Esso consiste in tutto quel sapere collettivo derivante dall'apporto delle conoscenze di cui ogni singolo individuo si fa portatore. Tale sapere viene messo a disposizione della collettività con la quale il soggetto si trova ad operare e cooperare.

"Il capitale intellettuale è tutto quel materiale intellettuale (sapere, informazione, proprietà intellettuale, esperienza) che può essere messo a frutto per creare ricchezza."[65]

Rientrano nel concetto di capitale intellettuale dunque tutte le attività proprie dell'impresa o da essa controllate aventi forma non fisica che sono in grado di produrre benefici economici futuri.

La propensione a generare vantaggi a livello economico con un'ottica temporale orientata al futuro è fondamentale nel momento in cui si cerca di studiare e percepire il valore intrinseco di una determinata attività.

"The intrinsic value of an asset is determined by the cash flows you expect that asset to generate over its life and how uncertain you feel about these cash flows."[66]

---

64 Amaral Hudson, Intangible assets and the accounting representation crisis, Advances in Scientific and Applied Accounting, 2012.

65 Stewart Thomas, Intellectual Capital: The new wealth of organisation, Crown Publishing Group, 2010.

66 Damodaran Aswath, The little book of valuation: how to value a company, pick a stock and profit, John

Le aziende sono costantemente alla ricerca di nuova conoscenza da inserire nella propria organizzazione, allo scopo di sviluppare competenze aggiuntive sempre diverse e nuove rispetto a quelle di cui sono già in possesso.
Si può dire per certi versi che l'evolversi del mercato ha manifestato la necessità di nuove idee e nuovi stimoli.
La conoscenza viene definita come una risorsa eterogenea, in quanto non è facile dare una precisa spiegazione di tutte le sue componenti.
Qualsiasi fonte di informazione, considerata rilevante sotto vari aspetti, viene infatti fatta rientrare nella definizione di conoscenza.
L'informazione diventa talmente importante dunque da diventare un business a sè per cui determinate organizzazioni si specializzano proprio nella raccolta dell'informazione allo scopo di lucrare poi sulla sua vendita.
La conoscenza quindi porta svariati benefici alle imprese che ad essa decidono di affidarsi.
Attraverso l'informazione infatti le aziende possono competere e spuntare vantaggi nei confronti di altre, collocandosi sempre in una posizione favorevole rispetto ai competitors.
La possibilità di essere costantemente connessi con il mondo e la velocità con la quale viaggiano tali informazioni cambia la struttura sulla quale è organizzata l'impresa, rendendola a volte più snella e più reattiva alle richieste del mercato.
Sia informazione che conoscenza si configurano allora non solo per essere materia prima e fonte da immettere nel processo produttivo, ma rappresentano anche il prodotto dell'elaborazione che ha investito tali risorse, e dunque, l'output per l'impresa.
L'attenzione alla conoscenza viene posta anche in ambito lavorativo, con riguardo a chi, nell'impresa, presta il proprio contributo.
"All knowledge resides in human heads."[67]
Questi soggetti vengono ricompensati nel momento in cui riescono a creare valore per l'impresa e per questo motivo essi non sono più etichettati sulla base della mansione svolta, quanto piuttosto facendo riferimento ai risultati conseguiti.
A livello organizzativo, nell'ambito della diffusione dell'informazione, perdono di importanza la definizione e la concezione della struttura piramidale e gerarchica del lavoro.
Infatti nel momento in cui l'obiettivo dell'impresa diventa quello di condivisione del sapere collettivo, la cooperazione finisce col porre sullo stesso livello le varie figure che all'interno

Wiley & Sons Inc, 2011.

67 Simon Herbert, Organizations and markets, The Journal of Economic Perspectives, 1991.

dell'organizzazione si confrontano.
Queste ultime pianificando al meglio i vari aspetti dell'attività di impresa permettono di superare l'idea ed il concetto per cui i manager sono posti in una posizione direttiva e di comando, mentre gli altri lavoratori si trovano in una condizione di subordinazione.
Questa organizzazione quindi, per funzionare, deve abbandonare le classiche strutture piramidali e gerarchiche con il capo al vertice ed i vari livelli in cui i soggetti sono ad esso sottoposti, e deve delinearsi piuttosto come una rete in cui ciascun intervento, idea o spunto abbia valenza per il gruppo.
Ad essere cambiato è dunque anche il contesto lavorativo in cui i soggetti sono inseriti.
Il sistema dell'economia immateriale, come si è visto, sminuisce la gerarchia e permette alle informazioni di fluire in maniera più rapida ed omogenea tra i soggetti dell'organizzazione, evitando di percorrere, dal vertice alla base, la scala gerarchica della struttura aziendale che inevitabilmente ne filtra il contenuto e la valenza informativa.
Un modello di questo tipo pone sullo stesso piano coloro che contribuiscono ad apportare valore all'impresa, inserendoli in un contesto informale, caratterizzato da una sorta di assenza di autorità.
Tuttavia, il mantenimento della gerarchia è ritenuto imprescindibile nel momento in cui sia necessaria l'opinione e l'esperienza dei vertici per la diffusione della conoscenza nel sistema, per cui sarebbe opportuno procedere ad una condivisione della sola informazione, ma non anche del potere decisionale.
Secondo questa concezione di sistema basato sulle competenze, il potere decisionale deve provenire dalle capacità e dal talento, e non dal rango occupato nell'organigramma aziendale.
"In the new organisation, power flows from expertise, not position."[68]
A conseguenza di ciò, l'abilità di un soggetto non si manifesta più tramite la sua collocazione nella scala gerarchica dell'impresa.
Il capitale intellettuale di cui fino a questo momento si è discusso non si limita solamente ad essere circoscritto ad elementi quali conoscenza ed informazione in termini generale.
Per cercare di dare un più chiaro inquadramento di ciò che si intende con questa espressione, può risultare interessante suddividerlo in tre macro categorie di beni intangibili, rappresentanti dei veri e propri patrimoni di ricchezza per l'impresa.
Si usa quindi considerare il capitale intellettuale come termine unico nel tentativo di

68 Stewart Thomas, Intellectual Capital: The new wealth of organisation, Crown Publishing Group, 2010.

identificare e racchiudere anche i concetti di: capitale umano, capitale strutturale e capitale relazionale.

Questo potenziale intangibile, come sintesi delle varie forme in cui si presenta, possiede a volte una valenza informativa sulla ricchezza e sulle capacità dell'impresa maggiore di quella derivante dal patrimonio dell'impresa espresso nei valori di libro ossia nei documenti contabili.

Un investitore che intende scommettere in un'impresa già avviata infatti non solo ne acquisisce gli asset, la liquidità e tutto ciò che figura dai libri contabli, ma fa propria anche la totalità di elementi e relazioni che l'impresa nel corso della sua vita ha generato ed ha saputo costruire e che hanno natura immateriale.

Il capitale intangibile conquista un interesse sempre crescente in quanto in grado di rappresentare un elemento critico nelle valutazioni di impresa.

La sua corretta gestione è fondamentale per l'obiettivo della massismizzazione del valore del complesso aziendale.

E' di fondamentale importanza dunque la conoscenza anche delle risorse immateriali dell'organizzazione aziendale, che rappresentano i fattori ormai indispensabili ai fini dell'ottenimento di risultati positivi.

"L'intangibilità delle più importanti attività di un'azienda rende molto più difficile capire quant'essa realmente vale e ...ancora oggi la maggior parte delle imprese non ha le informazioni e gli strumenti di controllo richiesti per un'efficace gestione degli intangibili."[69]

Sempre più diffusa è infatti l'idea che siano l'apporto ed il valore delle risorse intangibili a determinare il vero componente distintivo che permette all'azienda di essere competitiva.

Ciò che pone un'impresa in posizione di vantaggio rispetto alle sue concorrenti è rappresentata dalle modalità con cui queste risorse vengono gestite al fine di creare valore.

A conseguenza di quanto detto, l'abilità nel valorizzare questi beni deriva dalle capacità dell'impresa di sfruttarli in maniera profittevole.

Inoltre, sono fondamentali le conoscenze delle quali essa si circonda, e le modalità con le quali queste conoscenze vengono investite ed immesse nei processi di creazione di valore.

---

69 Lev Baruch, Intangibles: management, measurement and reporting, Brookings Institution Press, 2011.

4.3 Le tre forme del capitale intellettuale

Come precedentemente detto si considera il capitale intellettuale come la nuova ricchezza per l'impresa.

Esso è considerato come sintesi di capitale umano, capitale strutturale e capitale relazionale.
Il capitale umano è rappresentato dalle competenze e conoscenze che ciascun soggetto operante nell'impresa riesce ad apportare all'organizzazione, dalle capacità individuali proprie di cui questi soggetti si fanno portatori, alla loro abilità nel team working ed al livello di apprendimento che potenzialmente sono in grado di fare proprio.

Esso si fa promotore di innovazione che viene assimilata nella struttura e nell'organizzazione dell'impresa.
Dei tre, il capitale umano è quello più fortemente apprezzato e voluto, ma anche il più difficile da reperire in quanto nel mercato delle risorse immateriali e della consocenza, sono ricercate competenze, abilità e capacità rare e difficili da scovare.
Più l'impresa riesce ad incrementare la consistenza del capitale umano, maggiormente viene considerata efficiente.
La propensione ad originare nuove idee e l'attidudine a diffonderle all'interno dell'organizzazione aziendale sono sintomi della capacità di apprendimento propria dell'impresa.
Tuttavia queste risorse per risultare proficue devono essere correttamente gestite ed indirizzate in modo da simboleggiare per l'impresa una fonte da cui trarre beneficio.
Diversi individui intelligenti infatti non rendono per forza di cose intelligente anche l'organizzazione in cui operano.
Amministrare il capitale umano significa anche investire in esso. La formazione dei soggetti che operano per l'impresa ne è un esempio. Non sempre l'esito di questi investimenti si configura come un successo, talvolta infatti alcune iniziative rivolte alle spese per la formazione del personale non evolvono oltre al costo che rappresentano, rivelandosi uno spreco di risorse che non ha portato a risultati.
Il vero risvolto positivo si ottiene quando, applicando queste spese a soggetti che potenzialmente rappresentano un capitale di grande valore, si ottengono vantaggi in termini di maggiore propositività da parte di questi ultimi ed un diverso e più impegnato modo di porsi

di fronte alle mansioni che svolgono per l'impresa.
Investire nella creatività e cultura delle persone è considerato sempre più importante in quanto queste ultime rappresentano per l'organizzazione una fonte di idee che non ha limiti.
I cosiddetti lavoratori della conoscenza infatti agiscono su processi che sono immateriali.

Dunque è proprio questa la categoria di soggetti che "sta diventando il centro di gravità della popolazione lavorativa e che, sta diventando rapidamente in tutti i paesi avanzati il gruppo singolo più numeroso. E benché siano ancora una minoranza, imprimono alla società della conoscenza il loro volere, la loro leadership, le sfide con cui devono misurarsi."[70]
Tuttavia non tutti i soggetti che si relazionano con l'impresa rappresentano capitale umano, dato che questo concetto accoglie solamente coloro che sono considerati portatori di ricchezza per l'organizzazione.
"The great challenge to management today is to make productive the tremendous new resource, the knowledge worker. This, rather than the productivity of the manual worker, is the key to economic growth and economic performance in today's society."[71]
L'obiettivo di rendere proficuo tale capitale viene perseguito mirando ad uno sfruttamento delle conoscenze meritevoli di essere sviluppate ed applicate. A questo scopo l'impresa deve permettere ai soggetti portatori di queste conoscenze di poter applicare ciò che sanno all'interno dei processi che investono l'organizzazione di impresa e diffondere tali competenze ad un numero maggiore di operatori, impegnandosi a divulgarle anche nella direzione dei loro collaboratori.
Investire in mansioni che non necessitano di sforzi mentali inoltre non ha effetto per la crescita del capitale umano e quindi ovviamente l'impresa è indotta a scommettere di più per quelle funzioni considerate portatrici di un valore più ampio, sia con riferimento all'organizzazione stessa, ma anche in un'ottica orientata al cliente in qualità di fruitore finale dell'attività svolta, visto anch'esso come fonte potenziale di ricchezza.
Si sviluppa quindi una significativa relazione tra l'operare dei soggetti interni all'impresa e l'importanza che il loro agire ha nei confronti della clientela.
Talvolta è proprio per l'esigenza di creare un migliore rapporto con quest'ultima che le figure che operano nell'organizzazione concorrono in autonomia alla costruzione del capitale umano.

---

70 Drucker Peter, La società post-capitalista. Economia, politica, conoscenza alle soglie del Duemila, Sperling & Kupfer, 1993.

71 Drucker Peter, Concept of the corporation, John Day Company, 1946.

Il cliente infatti si aspetta una determinata preparazione dai soggetti ai quali si rivolge, che devono essere capaci di rispondere alle sue domande e di trovare una soluzione ai problemi che si trova a fronteggiare.

Gruppi di soggetti che lavorano insieme e manifestano le medesime lacune quindi tendono ad organizzarsi in maniera autonoma e spontanea per trarre vantaggio da un insegnamento reciproco. Il fine di questa collaborazione è quello di dare risposte univoche alle questioni che, in solitaria, non si riescono a risolvere. Il confronto che scaturisce da questa cooperazione è di natura professionale, ha come obiettivo quello dell'apprendimento collettivo e si sviluppa per il solo interesse comune di una maggiore sicurezza nei confronti del proprio lavoro.

Più un soggetto si trova a proprio agio con l'attività che svolge infatti, e più sereno sarà nel suo operare. Ecco perchè questi gruppi si impregnano ancora più di valore se sorgono in maniera autonoma e si autogestiscono, senza necessità di essere amministrati, seguiti e forzati e senza bisogno di schemi o strutture gerarchiche che si intromettano nella loro organizzazione e ne impongano una gestione come quella a livello tradizionale.

"So, if you are predominantly a producer of intangible assets (writing software, doing design, producing research) you probably want to build an organization that allows information to flow, help serendipitous interactions, and keeps the key talent. That probably means allowing more autonomy, fewer targets, and more access to the boss, even if that is at the cost of influence activities. (...) And it also seems to describe the increasing importance of systemic innovators. Such innovators are not inventors of single, isolated inventions. Rather, their role is to coordinate the synergies that successfully bring such an innovation to market."[72]

La libera diffusione delle conoscenze tramite programmi di formazione auto prodotti e la non costrizione nell'operare sta alla base del successo e del valore che l'insieme di questi soggetti può rappresentare per l'impresa. Talvolta quindi essi stessi finiscono per rappresentare la vera fonte di capitale umano dell'organizzazione.

Il vantaggio che deriva da questo lavoro di squadra è rappresentato dalla capitalizzazione delle capacità che gli individui apportano, che permangono nell'organizzaione anche se un membro del gruppo abbandona l'impresa.

La prerogativa di questa tipologia di capitale infatti è delineata dalla sua attitudine ad accumularsi ed a non lasciare mai l'organizzazione una volta che da essa è stata assorbita.

---

72 Haskel Jonathan, Westlake Stian, Capitalism without capital: the rise of the intangible economy, Princeton University Press, 2017.

Nel momento in cui quindi un lavoratore con spiccate competenze lascia l'impresa, il sapere da lui apportato non va perso.
Mantenere queste risorse all'interno dell'organizzazione dovrebbe essere una preogativa per l'azienda. Tuttavia non essendo però queste ultime di sua proprietà, l'impresa può solamente condividerne i benefici e cercare di mantenerle all'interno dell'organizzazione.
Il modo per evitare che il capitale umano sfugga al controllo della società è cercare di creare delle condizioni di lavoro soddisfacenti ed idonee che non spingano i soggetti a cercare qualcosa di diverso, ma che li mantengano legati all'impresa.
Se l'azienda riesce a sviluppare nella mentalità dell'individuo un senso di appartenenza all'organizzazione, sarà più facile che quest'ultimo non abbandoni il posto di lavoro.
Talvolta un ambiente lavorativo equilibrato appaga di più di uno stipendio elevato.
Il capitale intellettuale esprime l'abilità dei soggetti sia come individui sia come parte del sistema impresa. Le loro capacità permettono la creazione di valore sia per l'impresa sia a livello individuale, facendo in questo caso riferimento alle aspirazioni personali e professionali dei soggetti alle dipendenze della società.
Quando le competenze dei lavoratori sono considerate indispensabili e di valore per l'azienda poi, è ancora più importante che queste restino all'interno dell'organizzazione.
"L'operaio di fabbrica aveva infinitamente più bisogno del capitalista di quanto il capitalista avesse bisogno di lui… Nella società della conoscenza (…), le organizzazioni (…) hanno molto più bisogno dei lavoratori della conoscenza di quanto questi ultimi abbiano bisogno di esse."[73]
Le risorse umane dunque diventano fonte di primaria importanza per la creazione del valore aziendale. Le competenze, le conoscenze e le capacità dei collaboratori che lavorano per l'impresa fanno la differenza e per questo motivo vengono considerate fondamentali e tali soggetti continuamente stimolati e spronati a fare meglio. Il capitale umano diventa una risorsa imprescindibile della quale le imprese non possono fare a meno.
Ciò che invece rende possibile la comunicazione di tutte queste informazioni e conoscenze, nonché la loro distribuzione, è invece rappresentata dal capitale strutturale.
Esso permette di incanalare la conoscenza sviluppata in procedure utili all'interno del sistema impresa e rappresenta quindi la rete percorsa dall'informazione che permette di diffondere i flussi della conoscenza.

---

73 Drucker Peter, The Landmarks of Tomorrow, Heineman, 1959.

Il capitale strutturale ha la capacità di velocizzare questi flussi e renderli dunque più efficienti.
Attraverso la sua gestione, l'impresa può vendere la capacità di amministrare la consocenza.
Si fa riferimento ad esempio a database e brevetti in possesso dell'azienda.
La raccolta delle informazioni e delle competenze sviluppate all'interno dell'impresa è il passo iniziale per la loro trasformazione in una conoscenza organizzata.
Ovviamente, non tutti i dati raccolti sono indispensabili nella determinazione di strategie performanti, occorre quindi scegliere quelli rilevanti ed estrapolarli dalla massa delle informazioni raccolte attraverso un procedimento di selezione che porta ad eliminare ciò che non interessa.
Una volta accumulato questo sapere dunque occorre capire come ottenerne il massimo rendimento.
Avere a disposizione tutta questa conoscenza in maniera ordinata e precisa permette di poterla sfruttare in qualsiasi momento si ritenga opportuno e garantisce un collegametno diretto tra i soggetti interessati alla sua consultazione.
I principali scopi che investono il capitale strutturale riguardano quindi da un lato la definizione e raccolta delle conoscenze e, dall'altro il collegamento di queste ultime con i soggetti che le richiedono, nella maniera più tempestiva possibile.
Questo sistema permette allora di creare una rete che collega non solamente persone e dati, ma anche persone con altre persone.
Le informazioni a cui ci si riferisce convogliano poi in banche dati e per questo si fanno portatrici anche delle esperienze che travolgono nel corso del tempo la vita dell'impresa, nonché i tentativi e le strategie da essa messe in atto ed intraprese nella ricerca di nuove soluzioni competitive.
Tali banche dati dunque contengono anche la testimonianza dei tentativi passati e lo storico di progetti ed idee fino a quel momento sviluppate e poste in essere dall'impresa.
L'importanza dei database non è però solamente rivolta agli avvenimenti passati dell'azienda ed al suo storico. Per questo motivo essi vengono costantemente aggiornati, in modo da permettere all'impresa di rimanere al passo con la realtà competitiva che la circonda e consentendole di prendere le proprie decisioni in un'ottica orientata al futuro.
Nei settori più dinamici investiti da un continuo rinnovamento e da un'incessante evoluzione, il vantaggio che deriva dalle informazioni possedute dall'impresa è palpabile solamente se queste ultime sono quanto più recenti possibili.

Il capitale relazionale si riferisce invece a tutta quella serie di rapporti che l'impresa instaura con i soggetti con i quali si relaziona ed in particolare si riferisce al valore che tali relazioni manifestano e rappresentano per l'azienda.
Esso viene anche denominato “capitale clienti” poiché, in particolare, fa riferimento al legame con questa categoria di soggetti.
Dalla cooperazione tra produttori e consumatori infatti, hanno avuto origine svariati beni intangibili e questo a conferma del fatto per cui il lavoro che si fonda sulla conoscenza sorge fondamentalmente dalla collaborazione.
Il valore attribuito all'insieme di questa rete di rapporti si può riscontrare analizzando diversi indicatori, basti pensare al tasso di fedeltà della clientela al marchio.
Essendo anche questo elemento un contributo di valore deve essere chiaro prima di tutto per l'impresa individuare in maniera diretta ed univoca quali sono i soggetti che per essa rivestono il ruolo di clientela o di stakeholder.
La diffusione della conoscenza e la capacità dell'informazione di raggiungere anche l'utente finale ha significato per quest'ultimo un enorme vantaggio, ponendolo in una condizione che gli permette di prevalere ed imporsi più che mai per sostenere i propri interessi.
La clientela acquisisce una maggiore forza a livello contrattuale garantitale da un più facile accesso alle informazioni, e per questo è d'obbligo per l'impresa capire e gestire al meglio la situazione per far fruttare soddisfacentemente il rapporto con la stessa.
L'azienda infatti si deve porre nei suoi confronti come farebbe nei confronti dei soggetti che già operano nella sua organizzazione, impiegando ed investendo risorse per garantirne la soddisfazione.
La ricchezza che deriva dal rapporto con i clienti è paragonabile a quella che deriva dal capitale umano, con l'unica eccezione che la prima risorsa è reperibile all'esterno dell'organizzazione aziendale e, per questo, non è direttamente gestibile o per lo meno non lo è in via univoca.
Se l'impresa riesce a far fruttare anche tale rapporto, potrà imparare dal cliente e modellare la propria attività sulla base delle esigenze sollevate dallo stesso, ricevendo un maggiore grado di riconoscimento e diventando dunque, per quest'ultimo, indispendabile. Più infatti l'impresa riesce a carpire circa l'attività ed i bisogni della clientela, meglio riuscirà ad impostare iniziative volte a soddisfare queste esigenze, ottenendo a proprio favore come detto prima un ritorno in termini di fidelizzazione.

Una volta specificate le caratteristiche dei tre principali capitali su cui si fonda l'economia dell'immateriale, può essere utile procedere ad una semplice classificazione che permetta di chiarire in maniera pratica alcuni elementi fondanti di questo patrimonio.
In ambito tecnologico sono considerate risorse intangibili i progetti in ricerca e sviluppo, il know how produttivo, i brevetti, i segreti industriali, i software, i database e tutta la tecnologia in generale.
A livello di marketing invece rientrano il logo, il brand, il marchio, le insegne, la grafica, il design e le strategie di marketing, pubblicitarie e promozionali.

4.4 Le caratteristiche dei beni intangibili

L'attività economica che ha come fultro il capitale intangibile si espande al punto di raggiungere se non superare per dimensioni ed importanza quella rappresentata dall'economia tangibile.
Le risorse impiegate nel sistema economico dei beni immateriali differiscono profondamente da quelle utilizzate dal sistema produttivo. Da un lato infatti, come detto, si parla di informazione e conoscenza, mentre dall'altro di materie prime sotto vario genere come ad esempio capitali, lavoro e risorse materiali.
Queste ultime sono poi caratterizzate da una capacità produttiva limitata, mentre lo stesso non si può dire dell'informazione, in grado di fornire illimitatamente e costantemente nuovo materiale potenzialmente utile.
La ricchezza e la grande quantità di materiale che può sfociare dal capitale intangibile ne sottolinea l'abbondanza e rappresenta dunque un altro profondo segno distintivo che caratterizza questo bene e lo discosta da altre tipologie di risorse che sono invece naturalmente scarse.
Tendenzialmente sono proprio la carenza e la scarsità le caratteristiche che rendono una risorsa “di valore” e ne determinano il prezzo di acquisto.
Tuttavia, concentrandosi ed operando ora su un settore completamente diverso avente come fulcro le risorse intangibili, il ragionamento cambia e procede in questo caso all'inverso proprio per questo motivo.
A conferma e supporto di ciò, più l'informazione viene considerata ricca ed abbondante e maggiormente viene investita di valore.

L'elevata capacità produttiva viene riconosciuta come indice dell'efficienza nel settore degli intangibles.
Se si analizza infatti il contesto dell'economia dell'immateriale, la sovraproduzione, anziché rappresentare sintomo di minaccia a livello competitivo e rischio di saturazione del mercato, assume tutto un altro significato, totalmente diverso rispetto a quello che solitamente le viene attribuito nel caso dei tradizionali sistemi produttivi.
I beni tangibili inoltre, per la loro natura materiale e fisica, prevedono la possibilità di essere etichettati anche sulla base della loro vita residua, che è tralaltro di facile ed immediata misurazione.
Questa operazione risulta invece più complessa per i beni immateriali.
Se hanno durata determinata o determinabile, anche per questi ultimi, come per i beni materiali, è possibile definire un piano di ammortamento.
Se invece hanno vita residua indefinita (non illimitata) e non è possibile stabilire quanto a lungo saranno in grado di originare flussi, il loro valore verrà determinato sulla base del valore recuperabile.
Per i beni immateriali è tuttavia molto più complesso stabilire questo orizzonte temporale.
Oltre a quanto finora riportato, un'altra principale differenza tra queste due tipologie di capitali è riconducibile al fatto per cui il primo dei due, quello rappresentato dalla conoscenza, non può essere consumato. La conoscenza infatti non conosce confini spaziali dato che può essere venduta ad una pluralità di soggetti tendenzialmente senza limiti.
Tuttavia anche se lo spazio non rappresenta un vincolo nella diffusione dell'informazione, il tempo svolge un ruolo predominante, in particolare con riferimento alla tempestività con la quale la conoscenza viene messa a disposizione di chi la richiede.
La possibilità di possedere anticipatamente determinate informazioni ne accresce allo stesso tempo il valore.
La catena del valore attorno al concetto di bene intangibile ha perciò delle caratteristiche peculiari che fanno riferimento esclusivamente a questa categoria di elementi.
Non c'è ad esempio una reale correlazione tra i benefici derivanti dalle attività intangibili ed i costi sostenuti per la loro realizzazione.

Il valore che deriva dal capitale intellettuale quindi non è immediatamente determinabile come accade invece per quello che scaturisce dalle attività tangibili, di più facile previsione e misurazione.

Non essendo dunque possibile stabilirne un valore preciso, talvolta esso non viene nemmeno capitalizzato.

Inoltre, la rete di nozioni che si sviluppa per mezzo del capitale intelletuale, e l'insieme delle relazioni su cui esso si basa, si fanno portatrici di benefici dovuti alle esternalità che si creano nei confronti delle imprese che coinvolgono il capitale intangibile nella propria attività.

Quest'ultimo infatti, oltre a rappresentare una fonte di vantaggio competitivo per l'impresa in cui sorge, diffonde la propria utilità anche alla rete di contatti tessuti dall'azienda. Maggiore è la pluralità di soggetti che fa propria la conoscenza profusa dall'impresa e maggiore sarà il valore della stessa, che andrà pertanto sempre di più a poggiarsi su rendimenti di volta in volta crescenti. Gli asset immateriali contribuiscono dunque anche alla creazione di sinergie.

Le strategie per la gestione dei settori tradizionali sono dunque caratterizzate da regole diverse rispetto a quelle che investono i settori che si fondano sull'apprendimento.

Il primo punto di forza su cui questi ultimi si basano riguarda la creazione di alleanze sia a monte che a valle della filiera produttiva. Talvolta, quando risulti fattibile, si riescono a stringere pseudo collaborazioni anche con i competitor.

In secondo luogo, uno dei tentativi portati avanti dall'impresa dovrebbe essere indirizzato al mantenimento di queste relazioni ed alla creazione di legami sempre più solidi e nuovi con i soggetti sopra citati.

Questa stretta correlazione porta all'affermarsi di una sorta di dipendenza reciproca tra l'impresa ed i soggetti con cui si confronta creando a livello organizzativo un sistema ancora più ampio basato sulla fiducia e sul corretto operare che pone le basi di una durevole cooperazione tra le parti.

A garantire il successo di questa rete di relazioni sono, da un lato la maggiore flessibilità dell'impresa e, dall'altro, la piccola dimensione della stessa.

Da qui si evidenzia un'ulteriore importante differenza che caratterizza le imprese che basavano il proprio successo sulla produzione dalle cosiddette imprese dell'apprendimento.

Le prime dovevano infatti il loro successo alle grandi dimensioni che permettevano loro di sfruttare principalmente, tra le altre, le economie di scala per risultare competitive e performanti.

Dal momento in cui si diffonde invece questa cultura che innalza a fonte del vantaggio competitivo il valore della conoscenza, sembrerebbero essere le imprese più piccole quelle più adatte a sfruttare le potenzialità della rete di relazioni cui si rifà il capitale intangibile.
Vi sono alcuni strumenti che permettono di quantificare il capitale intellettuale ed altri indicatori che permettono di confrontarlo con i risultati ottenuti dall'impresa in ambito finanziario.
Senza questi metodi risulterebbe infatti difficile l'amministrazione di questa grandezza.
Per citare alcuni di questi parametri basta fare riferimento ad esempio al valore assegnato al marchio od al portafoglio clienti.
Un'idea dell'entità rappresentata dal capitale intellettuale può essere anche data confrontando il valore contabile degli elementi del patrimonio dell'impresa con il loro valore di mercato.
Infatti la valorizzazione di tale valore si percepisce nel momento in cui il valore del patrimonio netto a livello contabile differisce dalla valutazione dell'impresa nel mercato azionario.
La differenza che si presume positiva si può far ricondurre agli elementi intangibili secondo la formula che fa derivare il valore di mercato dalla sommatoria di valore contabile e capitale intellettuale.
La relazione che lega queste due grandezze evidenzia come il valore delle azioni di un'impresa derivi da una componente tangibile rappresentata dai dati di blancio e da una immateriale relativa appunto al capitale intellettuale.
Tuttavia questo modello incontra dei limiti in quanto entrambi questi valori sono tendenzialmente sottovalutati. Il valore contabile deriva infatti dall'applicazione di principi prudenziali. Il valore di mercato invece valorizza le potenzialità dell'impresa dal punto di vista di analisti esterni che non conoscono le vere possibilità e capacità dell'impresa. Il mercato azionario inoltre tende ad essere mutevole.
Per finire, avrebbe maggiore valenza e sarebbe più significativo stabilire il rapporto esistente tra le due tipologie di capitale, piuttosto che calcolare la semplice differenza tra i due.
Nella valutazione del capitale intellettuale è inoltre limitativo concentrarsi solamente nella misurazione dei risultati a livello reddituale.

Devono a questo scopo venire esaminati altri elementi, in modo particolare l'insieme delle strategie poste in essere dall'impresa che le permettono di ottenere il vantaggio competitivo.

Ad ogni singolo elemento costituente il capitale intellettuale può venire data una stima.

Per quanto riguarda il capitale umano, ad esempio, monitorando il livello di soddisfazione del cliente si può avere un'idea dell'abilità insita nello stesso. Questo risultato poi può essere utilizzato come parametro di riferimento al fine di migliorare la gestione dell'impresa.
Sono diversi gli elementi che si devono tenere in considerazione per una valutazione complessiva del capitale umano, anche l'anzianità e l'esperienza dei lavoratori può infatti essere utile allo scopo.
Tutti questi indicatori derivano dall'organizzazione interna aziendale, ma ve ne sono altri per i quali occorre porre l'attenzione sui soggetti esterni all'impresa.
Parametri che fungono a questo scopo sono per esempio il livello di reputazione che i competitor percepiscono nei confronti dell'impresa, la cadenza con cui essi assumono forza lavoro che un tempo operava invece nell'impresa oggetto di indagine e le competenze interne che i clienti ritengono maggiormente rilevanti.
Anche le modalità con cui i lavoratori ed i clienti percepiscono l'ambiente lavorativo dovrebbe per teoria influenzarne i risultati, tuttavia valutare gli atteggiamenti psicologici di entrambi questi soggetti rappresenta uno studio concettualmente più astratto e filosofico.
"Studies consistently show a correlation between high morale and superior financial performance. The mere fact that financial excellence cohabits with shiny, happy people doesn't establish causality, of course: It could be that a fat bottom line makes for smiling faces rather than vice versa. But you don't need regression analysis to believe that people who feel as if they are learning, needed, and useful will be more productive than people who are idle and uncertain of their role in the company's success; they're also likely to treat suppliers, customers, and each other better. Studies show a strong relationship between employee attitudes and customer attitudes – evidence of the interplay between human and customer capital."[74]
Non potendo quindi basarsi su risultati concreti sostenuti da dati quantitativamente rilevanti, viene proposta questa considerazione solamente a scopo conoscitivo. E' ovvio tuttavia pensare che un ambiente sereno e stimolante sia in grado di mettere a proprio agio i vari collaboratori dell'impresa, ponendo le basi di una proficua cooperazione.
A livello di produzione invece, per dare una stima delle conoscenze apprese e messe in pratica a livello organizzativo, si può procedere stimando l'incidenza che i nuovi prodotti hanno sul totale del fatturato, in modo da dare un'idea del peso che l'innovazione derivante

74 Stewart Thomas, Intellectual Capital: The new wealth of organisation, Crown Publishing Group, 2010, pagina 231.

dall'apprendimento ha avuto nel processo produttivo.
Nell'ambito del capitale strutturale e della sua valutazione occorre innanzitutto procedere a classificare gli elementi che lo compongono per giungere ad una misurazione più precisa di ciascuno di essi.
Ciò che concorre alla formazione di questo capitale intangibile può riguardare dunque beni di varia natura: tecnica, commerciale e di valenza informativa.
Al primo gruppo fanno riferimento ad esempio i segreti industriali ed i risultati di ricerche ed esperimenti.
Al secondo gruppo sono riconducibili invece pubblicità, diritti d'autore, copyright e logo aziendale.
Del terzo gruppo fanno parte, tra gli altri, i database, le licenze commerciali ed i sistemi informativi.
Per alcuni di questi beni sono state studiate delle metodologie che permettono di conferire loro un valore dal punto di vista monetario, è il caso ad esempio di marchi, brevetti e diritti d'autore.
Le modalità per apprezzare la significatività delle relazioni tra impresa e clienti sono invece di più facile analisi. Esse si basano essenzialmente sulla valutazione della fedeltà e della fidelizzazione, sull'ampliamento del portafoglio clienti a seguito di richieste incrementali da parte degli utenti finali e sulla persistenza del vantaggio competitivo in mano all'impresa nonostante le pressioni dei competitor.
Queste ultime sono dimostrabili ad esempio nel caso in cui, nonostante i prezzi più bassi praticati dai concorrenti, l'impresa non subisce un calo della domanda ma persiste nel mantenimento del suo vantaggio competitivo.
La rete di legami tra impresa e clienti si struttura di relazioni più o meno importanti, infatti ciascun cliente agli occhi dell'impresa ha un diverso valore ed un diverso peso negli affari da essa sostenuti. E' importante per questo conoscere anche il valore di ogni singolo cliente misurando il rilievo di queste alleanze. A partire infatti ad esempio dalla spesa media annuale che un cliente sostiene a favore dell'impresa si può percepire l'entità dell'importanza che esso riveste per l'impresa stessa. Secondo un altro punto di vista invece, tale spesa rappresenta per i competitor il costo che questi soggetti sono pronti a sostenere per poter giovare a loro volta della relazione con quel dato cliente.

4.5 La gestione del capitale intangibile, le tendenze ed i rischi

L'importanza di cui le attività intangibili si fanno portatrici rende necessario diffondere la rilevanza di questo capitale sommerso e, talvolta, pubblicizzarla.

Il capitale intangibile tuttavia viene molte volte sottovalutato, in quanto non rientra nel sistema di gestione utilizzato dalla contabilità tradizionale.

Essa infatti non prevede modalità di misurazione per tutti gli intangibili e questo ne contrasta la classificazione.

Tutti i benefici derivanti dalle competenze dei soggetti che operano per l'impresa, dalle relazioni con gli stakeholder e dai sistemi infromativi non sono previsti e non possono essere inseriti nel sistema di gestione tradizionale.

Soltanto per alcuni di questi elementi, come per esempio il brand ed i brevetti, si è sviluppata la prassi della loro valorizzazione tramite precisi criteri di rilevazione ed imputazione.

La necessità di inserire tali risorse nei sistemi di reporting ha poi portato alla divulgazione di metodi che mirano al calcolo del valore generato da tali elementi al fine di inserire questi valori nei report aziendali.

Il bene rappresentato dalla conoscenza perciò resta ancora escluso da quello che è l'ambito applicativo meramente contabile che riveste qualsiasi attività od operazione posta in essere dall'azienda.

Non esiste infatti un modello che permette di valutare quantitivamente parlando il valore effettivo che da questa risorsa scaturisce, che talvolta finisce col venire trascurata.

La mancata contabilizzazione di questo bene dunque non permette di definire perfettamente le capacità concrete di un'impresa e soprattutto non le permette di mostrarle all'esterno e quindi al mercato.

"Due to informational asymmetry or differences in perspectives and expectations, not every intangible asset can be identified immediately by all agents."[75]

Restando infatti questo potenziale sottaciuto, non è possibile manifestare complessivamente l'effettivo valore dell'impresa, che si fonda anche sulle modalità in cui questo capitale viene gestito.

---

75 Amaral Hudson, Intangible assets and the accounting representation crisis, Advances in Scientific and Applied Accounting, 2012.

Se la conoscenza ha bisogno di essere amministrata è possibile tuttavia almeno in via concettuale accostare queste nuove risorse di cui l'impresa si serve a quelle che precedentemente essa ha sempre sfruttato, paragonando per esempio l'informazione al capitale ed i beni intangibili a quelli materiali e concreti.
Il modo in cui circola l'informazione inoltre viene considerato un flusso, così come il flusso che caratterizza la distribuzione delle merci e dei prodotti nella classica concezione di impresa.
Con lo sviluppo dell'importanza della diffusione della conoscenza, le risorse che sono rappresentate da questo flusso di informazioni diventano un business autonomo, non più correlato a quello che invece accompagna i beni materiali che l'impresa immette nel mercato tramite il processo di produzione.
La separazione che investe risorse materiali e risorse immateriali, apre per queste ultime la possibilità di venire gestite e coordinate separatamente, secondo logiche che per necessità non possono combaciare ed essere trattate alla stregua di quelle da sempre utilizzate quando si trattava di risorse tangibili.
Le risorse immateriali fanno allora propria una diversa ma ugualmente fondamentale importanza e vanno a rappresentare un'economia separata, con nuove regole e nuovi sistemi valutativi.
Cambiano anche le modalità con le quali si cerca di farle fruttare, allo scopo di valorizzare al massimo la fonte di ricchezza che rappresentano.
Riuscire a quantificarne il valore non è tuttavia immediato, poichè non esistono elementi in grado di apprezzare puntualmente il contributo che da esse deriva.
La stima del capitale intellettuale va incontro infatti a tantissimi limiti.
Si può ad esempio dare una misura delle spese relative alla formazione del personale, ma non è possibile determinare la qualità ed il livello di apprendimento che queste apportano ai lavoratori.
Infatti l'impatto che tali spese hanno a livello contabile non riflette l'effettivo valore di cui si fanno portatrici.

La formazione dei dipendenti potrebbe sembrare una spesa a breve termine, un costo limitato all'esercizio in corso.

Nel caso in cui questo processo di apprendimento porti però ad una maggiore conoscenza e consapevolezza nel lavoratore, si riscontrerà come conseguenza un miglioramento dei

processi produttivi di natura qualitativamente rilevante.

La qualità dell'output prodotto dall'impresa ha riflessi anche sul suo fruitore finale e, dunque, sul cliente.

Una migliore soddisfazione della clientela a sua volta, determina un riflesso positivo in termini di ricavi per l'impresa, provocando una reazione che ha come effetto un ritorno redditizio per l'organizzazione stessa sotto vari aspetti.

Se da un lato si sono sviluppate svariate teorie ed approcci ai fini del calcolo e della valutazione dell'impresa nelle sue componenti tangibili, non si può dire che lo stesso risultato si riesca ad ottenere sul versante del capitale immateriale.
"Per alcune tipologie di beni, il valore risulta agevole da stabilire poiché esiste un mercato di riferimento in cui risorse analoghe vengono negoziate su base continuativa."[76]
La problematica valutativa del capitale intangibile non si limita solamente all'ambito contabile, in quanto ancora più di interesse è la sua misurazione in relazione al valore che questo capitale è in grado di apportare nell'impresa.
In questo caso infatti, gli schemi contabili solitamente utilizzati dalle società perdono di significato, poiché non è più il concetto di costo ad essere rilevante in ambito di intangibles, quanto quello di valore creato dal loro sfruttamento e dal loro possesso.
Ed è proprio questo valore talvolta a contare di più e ad avere una valenza ed un impatto maggiore sull'andamento del sistema di impresa, anche se a volte non gli viene riservato il giusto trattamento.
I metodi convenzionali di contabilità sebbene si prestino ovviamente in maniera perfetta nella valutazione del capitale tangibile, non sono così sviluppati da riuscire a misurare ed apprezzare il valore dei beni intangibili, che finiscono per rappresentare uno dei principali fattori che causano fenomeni distorsivi nei processi di valutazione di impresa.

Tuttavia questi ultimi, nonostante siano caratterizzati da connotati totalmente in antitesi con quelli delle attività materiali, prevedono comunque delle modalità di valutazione.

Non esiste però un modello per misurare la conseguenza di queste valutazioni ed è per questo motivo che si tratta di una procedura complessa, spesso incompleta e dal carattere per certi versi ambiguo.

---

76 Courteau Lucie, Valore d'impresa e valore di bilancio. Modelli di valutazione per gli investitori azionari, Franco Angeli, 2008.

Le modalità con cui le imprese possono procedere alla valutazione degli intangibili dipendono da come questi ultimi siano portatori del valore d'impresa ed in che misura contribuiscano al suo accrescimento.

Nel caso di settori rivolti ai consumatori per esempio tale valore può essere rappresentato dalla forza della rete di relazioni costruita con essi.

In ambito tecnologico invece può essere ricercato attraverso la valorizzazione del capitale intellettuale.

Ancora, nei settori dedicati alla ricerca, si manifesta tramite il successo ottenuto in termini di brevetti sviluppati.

Ovviamente, essendo l'economia dell'immateriale così profondamente diversa, richiede per la misurazione dei propri elementi tecniche che differiscono da quelle applicate invece al capitale tangibile.

Le risorse immateriali che un'impresa è in grado di sfruttare, a livello di mercato hanno un valore limitato se non vengono in qualche modo palesate o valorizzate.

Lo stesso ovviamente non si può dire invece per i beni immobili, dei quali è certamente più immediato stabilirne il valore.

Nel momento in cui si procede all'acquisto di un'azienda, l'importo pagato a seguito della cessione risulta più elevato del valore contabile degli elementi che lo compongono.
Questa differenza, rappresentata dall'avviamento, è il valore corrisposto per un'impresa già avviata e riconosciutole per questo per essere già operativa sul mercato con un più o meno ampio portafoglio di contratti in essere.
Esso quindi rappresenta ciò che l'azienda sarà in grado di produrre e di cui potrà beneficiare e viene determinato attraverso l'attualizzazione dei flussi futuri che l'impresa mira a generare tramite la gestione della propria attività.
Il valore di avviamento dipende da una serie di fattori propri e specifici di ciascuna realtà aziendale, come ad esempio l'anzianità con cui l'impresa opera nel mercato, ma ancora di più come le capacità e competenze che l'impresa ha maturato e che le hanno permesso di ottenere il posizionamento nel settore in cui opera.
Esso di solito ha il peso maggiore sul capitale intangibile di un'impresa e, su quest'ultimo, incide maggiormente.

Per questo motivo, in via aprossimativa, può essere considerato una misura del suo valore, anche se di contenuto troppo generico ed ampio per questo scopo.
L'avviamento può essere generato internamente dall'impresa oppure acquisito esternamente.
Quest'ultimo è, tra i due, quello che assume rilievo a livello contabile e che può venire capitalizzato ed investito del processo di ammortamento/svalutazione.
Anche per gli altri elementi facenti parte del capitale intangibile è opportuno procedere alla loro classificazione cosiderando se sono stati acquisiti o prodotti dall'impresa.
Nel primo caso infatti è presente tutta una serie di norme e regole da seguire che ne permettono prima di tutto la contabilizzazione e successivamente la relativa svalutazione, nel caso in cui abbiano durata indeterminata, od il conseguente ammortamento se la loro vita è definita.
I beni invece autogenerati dall'impresa, vengono classificati in maniera più autonoma poichè non c'è un'effettiva normativa a regolamento di questa fattispecie.
Concentrandosi sul valore di avviamento comunque, esso rientra dunque nel concetto più ampio di capitale intellettuale fino ad ora discusso, che coincide anche con quello ad esempio di brevetti, valore del marchio e rete di relazioni instaurate dall'impresa.
Ai fini di una maggiore precisazione, l'avviamento, considerato come elemento a sè stante, rientra nel capitale immateriale in qualità di bene intangibile generico e si contrappone per questo a tutta quella serie di intangibili specifici derivanti da altre competenze ed abilità dell'impresa e determinabili per loro natura in maniera più puntuale.
Esso, rappresentando l'attitudine dell'impresa a produrre ricchezza, valorizza le competenze dell'impresa e la sua abilità ad operare in un ottica più generica ed ampia.
Non riuscendo a definire precisamente il valore di questi elementi più specifici, ed a causa di tutti i vincoli di prudenza imposti dalla normativa civilistica, risulta impossibile inserire tali valori direttamente tra i documenti contabili.
Non potendo perciò procedere in questa direzione non è comunque corretto sottovalutare l'esistenza e la presenza di tali beni, soprattutto perché talvolta il loro valore si manifesta in misura di gran lunga maggiore di quanto non sia rappresentato dal capitale fisso dell'impresa.
Tramite la mappatura di queste risorse è possibile sviluppare un'analisi che evidenzi quindi quali sono gli elementi che giocano un ruolo predominante nella creazione del valore di impresa, classificandoli come già visto in capitale umano, capitale strutturale e capitale relazionale.

Altrettando importante è la predisposizione di processi che si pongano come obiettivo quello di rendere proficue tali risorse.

Il rilievo che il capitale intangibile ha nei confronti della performance di impresa è evidenziato dalle modalità secondo le quali una corretta gestione del primo elemento ha riflessi positivi sul secondo.

Solo dopo che si sono palesati i legami tra queste due grandezze è infatti possibile ricavare dai flussi reddituali e finanziali che scauriscono dall'attività di impresa, quelli relativi alle risorse immateriali e da esse derivanti.

Per rendere visibile il potenziale nascosto di queste risorse, esso deve essere inserito nei report, al fine di diffondere la conoscenza di tale valore tra l'organizzazione ed anche all'esterno.

Potendo monitorare il valore del capitale intangibile e conoscendo la fonte da cui deriva, l'impresa fa proprie tutte le conoscenze necessarie che le permettono di investire al meglio su queste risorse in modo da farle sfruttare ottenendo la massima resa, senza incorrere nel pericolo di impiegare risorse a vuoto su attività che invece non generano valore.

I beni che fanno riferimento al patrimonio immateriale rischiano di essere compromessi se la loro gestione non avviene in maniere proficua.
Le imprese che concentrano la propria attività sulle risorse immateriali non presentano poi un'elevata componente fissa tra gli impieghi patrimoniali e la loro struttura pertanto non risulta appesantita da questo capitale immobilizzato.
Un corretto governo degli intangibles esonera anche l'impresa dalla gestione di beni fissi e strumentali.
"Now, there is nothing inherently unusual or interesting from an economic point of view about a change in the types of things businesses invest in. Indeed, nothing could be more normal: the capital stock of the economy is always changing. Railways replaced canals, the automobile replaced the horse and cart, computers replaced typewriters, and, at a more granular level, businesses retool and change their mix of investments all the time. (…) There is something fundamentally different about intangible investment, and that understanding the steady move to intangible investment helps us understand some of the key issues facing us today: innovation and growth, inequality, the role of management, and financial and policy

reform."[77]

L'orientamento delle imprese diviene sempre di più quello di svolgere la propria attività con l'intento di ridurre al minimo la componente materiale nella propria struttura, diminuendo la scorta di beni fisici e tangibili dall'organizzazione.

Questa attitudine porta a preferire il possesso di attività immateriali rispetto alla disponibilità di ingenti quantità di beni strumentali.

La decisione di affidare la produzione in outsourcing per concentrarsi sugli investimenti in ricerca e sviluppo è un indicatore del profondo cambiamento che sta investendo le realtà aziendali, anche quelle delle imprese più consolidate e mature che da sempre hanno basato sulla produzione i propri risultati.

L'esternalizzazione e la decisione di possedere una dotazione limitata di capitale fisso comportano dei rischi per le imprese che attuano queste strategie. La conseguenza principale di queste scelte riguarda fondamentalmente la maggior probabilità per le imprese che le pongono in essere di incorrere in un potenziale fallimento nello svolgimento della loro attività. Se questa situazione si dovesse verificare infatti, i vari creditori sociali di questa impresa ad alto capitale immateriale avrebbero un patrimonio limitato su cui poter far rivalere i propri diritti e rischierebbero di uscire insoddisfatti dal contesto che si è creato.

Il diffondersi di tale fenomeno dunque ha talvolta sollevato critiche circa l'usanza da parte delle imprese del metodo dell'outsourcing, nel caso in cui esse non siano adeguatamente capitalizzate.

Il rischio che deriva da questa politica è la pericolosità insita nelle aziende che si espandono con una bassa dotazione di attività materiali in bilancio ed un'elevata incidenza di attività intangibili di difficile contabilizzazione nonché valutazione.

Queste imprese sono composte da una quota non indifferente di capitale sommerso che è difficile convertire in liquidità.

Per questo motivo, nel caso in cui fosse necessario smobilizzare il capitale fisso della società, poco rimarrebbe a garanzia dei soggetti che vantano crediti nei confronti della stessa.

Il grado di solvibilità di un'impresa che è composta per la maggior parte da attività immateriali deriva perciò dalla previsione del valore delle stesse.

Un'impresa con limitata disponibilità di beni strumentali ha solamente il capitale immateriale da offrire come garanzia anche nel momento in cui cerca di reperire risorse finanziarie che le

77 Haskel Jonathan, Westlake Stian, Capitalism without capital: the rise of the intangible economy, Princeton University Press, 2017.

consentano di proseguire la propria attività e che sono appunto necessarie nonché fondamentali per avanzare nell'esercizio di impresa.
Il rischio derivante da questa scelta nasce dalla non consistenza dei beni offerti a copertura del rischio stesso in caso di default.
Considerati tutti questi pericoli si rendono necessari accorgimenti per evitare che il capitale immateriale, da risorsa impregnata di potenzialità, risulti un'arma se non correttamente gestita.
Per questo motivo si sviluppa la necessità di estrapolare metodologie che permettano una più puntuale valutazione degli intangibili nell'ambito economico del capitale immateriale.
In secondo luogo, qualora la dotazione di componente intangibile diventi considerevolmente prorompente tra gli asset dell'impresa, deve essere compito della direzione stessa adottare criteri di gestione più adegati all'amministrazione di questo capiltale, dato il suo valore non immediatamente determinabile.
Valutati i rischi del fallimento, tra le accortezze che i manager dovrebbero adottare vi sono principalmente quelle relative ai livelli di indebitametno ed alle fuoriuscite di liquidità nel momento in cui esse rappresentino sperpero per l'impresa in crisi, come nel caso della distribuzione di dividendi in momenti ed in fattispecie in cui l'impresa risulta altamente indebitata.

4.6 La valutazione del capitale immateriale

Le risorse intangibili sono materia di indagine negli studi di contabilità.
In questo settore infatti, al fine di analizzare questi beni, si sono sviluppate due differenti visioni.
La prima concezione cerca di puntare alla valorizzazione di tali risorse facendo riferimento, da un lato al costo sostenuto per la loro formazione, e dall'altro alla performance derivante dal loro sfruttamento.
Adottando questa visione infatti risulta più agevole assimilare tutti gli elementi necessari per la valutazione dei vantaggi portati da questo capitale immateriale e di conseguenza risulta anche più immediata la predisposizione di modelli di gestione dello stesso, improntati alla creazione di valore.
La seconda impostazione invece si pone come obiettivo quello di diffondere il beneficio che queste risorse rappresentano per l'impresa anche al di fuori dell'organizzazione aziendale, in

modo da palesarlo al mercato e così a tutti i portatori di interesse che si interfacciano con essa.
Questa seconda prospettiva contrasta fortemente con l'idea che assegna all'avviamento il ruolo di indicatore di sintesi e fulcro del totale delle risorse intangibili dell'impresa.
L'ottica con la quale queste due prospettive guardano al capitale intangibile è dunque differente.
Tuttavia per certi versi esse convergono verso elementi comuni.
Innanzitutto il punto di partenza da cui prendono spunto i loro successivi studi è il medesimo ed è rappresentato dal riconoscimento della risorsa oggetto di analisi in maniera precisa e puntuale.
Anche l'obiettivo finale è lo stesso, ossia quello di dare un valore a tali risorse.
Inoltre viene sottolineata in entrambi i casi l'importanza della gestione di questo valore e non solamente della mera conoscenza dell'esistenza dello stesso. Solo tramite la sua corretta amministrazione infatti l'impresa può puntare alla realizzazione di un efficiente sistema di creazione del valore che, il secondo approccio, mira anche a diffondere.
Per finire, è riconosciuta universalmente l'idea per cui i sistemi di contabilità tradizionale debbano essere sostituiti da altri modelli più utili agli scopi fino ad ora discussi, adattandosi perfettamente infatti solo all'ambito dell'economia tangibile.
A questo proposito, gli studi indirizzati alla disclosure del valore delle risorse intangibili si fanno portatori della necessità di estendere le frontiere poste dal bilancio di esercizio, proprio in risposta all'esigenza di rendere nuovamente quest'ultimo una fonte rappresentativa del vero valore di impresa.
A seguito della riscontrata perdita di rilevanza di tale documento di fronte all'economia dell'immateriale dunque, si rende necessario concepire nuove modalità di contabilizzazione che permettano di esprimere all'interno del bilancio di esercizio il valore di questi beni, anche attraverso la rivisitazione dei principi contabili.
L'intento quindi è quello di ripristinare la valenza informativa di questo documento.
La valenza degli intangibles diviene rilevante non solo limitatamente ai documenti contabili, ma anche in sede di valutazione del capitale economico dell'impresa.
L'obiettivo è quello di evitare di trattare tutte le risorse immateriali allo stesso modo, classificandole sotto l'unica voce riferibile all'avviamento, e senza per questo motivo tenere in considerazione la loro natura che le rende risorse uniche, ciascuna con le proprie caratteristiche.

Lo scopo diventa pertanto quello di scomputare ed analizzare singolarmente tutte le voci che rientrano e fanno parte del concetto più ampio di avviamento.
L'esigenza di considerare una moltitudine di valori piuttosto che uno unico che ne rappresenta la sintesi dipende anche dal numero crescente di acquisizioni che investono i mercati, e che rendono necessari ingenti esborsi a titolo di avviamento e che richiedono per questo di essere giustificati.
Inoltre, la cura con cui le disposizioni contabili vengono stilate, non può non investire anche il capitale immateriale, data la sua emergente e crescente importanza.
Anche le autorità contabili infatti difficilmente accettano che il valore di risorse così eterogenee tra loro venga limitato nell'unica ed omnicomprensiva voce riferibile all'avviamento.
Per finire, la valorizzazione delle risorse intangibili non viene richiesta solamente a titolo di controllo e gestione delle stesse, ma può anche essere ricercata dalle imprese che intendono diffondere volontariamente tale valore al fine di rendere nota al mercato la potenza e le capacità di cui l'organizzazione si fa portatrice, ottenendo in questo modo il riconoscimento che giova alla sua reputazione.
Al fine di dare un'idea del processo di valutazione dei beni intangibili, occorre che quest'ultimo venga conformato ad alcuni principi necessari per rendere la valutazione quanto più precisa possibile.
Prima di tutto ciascuna valutazione non può essere generalizzata ma deve essere modellata sulla base del bene intangibile a cui si fa riferimento, valutandolo in merito alle sue specifiche caratteristiche e peculiarità.
La vastità degli elementi che formano il capitale immateriale non può quindi prevedere una valutazione sommaria che, come nel caso prima citato dell'avviamento, fa di tutte queste risorse un unico insieme.
Innanzitutto dunque occorre, per ogni singolo bene, stabilire quali sono i suoi specifici driver di valore.
Per quanto riguarda invece le prospettive di reddito future del bene in oggetto, queste devono essere poi stimate con la massima coerenza.
Una volta identificato un modello valido nella determinazione di questo valore, il suo utilizzo deve inoltre poter essere ripreso anche nei perioidi futuri, in una logica di continuità dei sistemi e criteri valutativi. Solo in questo modo infatti questo valore sarà confrontabile nel

tempo.
Le tecniche di valutazione non devono essere poi confusionarie né per quanto riguarda il calcolo, né per quanto riguarda il procedimento matematico e le formule su cui esso si basa. Ciascuna operazione deve risultare dimostrabile e facilmente ripetibile.
Ovviamente per finire, tale processo risulta proficuo se non si rivela eccessivamente dispendioso economicamente.
A livello applicativo, un primo esempio di valutazione si basa sul costo, ossia sulla determinazione delle spese delle quali l'impresa dovrebbe farsi carico (o ha già sostenuto) al fine di poter usufruire del bene in questione.
A tale scopo deve essere considerata anche l'obsolescenza che investe l'attività immateriale.
Tale criterio si fonda sull'idea che il valore di un bene intangibile sia rappresentabile dalle spese sostenute per la sua realizzazione o per la realizzazione di un bene simile in termini di benefici prodotti.
E' un metodo che risulta più utile nella misurazione del valore di beni nuovi ed in corso di formazione e che per questo motivo non manifestano ancora ritorni di mercato. Meno adatto invece si rivela per attività o beni già consolidati.
Questi ultimi infatti sono caratterizzati da una più complessa valutazione della performance in quanto già da tempo supportano l'impresa nei processi di creazione di valore.
Il criterio del costo si fonda su tre differenti configurazioni di questo concetto: costo storico, costo aggiornato e costo di riproduzione.
La prima configurazione considera tutti gli elementi che hanno concorso alla formazione dell'attività in questione e riguarda principalmente i beni in via di sviluppo in quanto per questi risulta difficile poter già apprezzarne il valore in termini di ritorno degli investimenti.
La seconda rappresentazione valorizza i costi sostenuti per l'acquisto o la realizzazione del bene alla data in cui si procede alla valutazione dello stesso, avvalendosi quindi dei prezzi correnti come sostituti di quelli storici.

A questo scopo vengono prima considerati i costi storici sostenuti all'epoca dell'acquisto (o realizzazione) dell'attività intangibile, i quali sono successivamente trattati in modo da eliminare l'effetto dell'inflazione e, per finire, rettificati sulla base di un piano di ammortamento che ne evidenzia l'utilià residuale.

Ovviamente questo metodo solleva il problema relativo al deperimento del valore dei beni immateriali, che segue logiche differenti rispetto a quelle già note riguardanti le attività che

sono invece tangibili.

Lo sfruttamento di un bene nell'ambito del capitale della conoscenza può anche avere effetto opposto sul suo valore, ed accrescerlo sulla base dell'esperienza che si sviluppa dal suo utilizzo.

"Per il know-how è particolarmente difficile riconoscere la natura incrementativa dei costi sostenuti; la formazione di tale bene immateriale è spesso caratterizzata infatti da un processo lento e graduale che, nel tempo, può aumentare il valore della proprietà intellettuale. Nell'applicare il metodo del costo si deve inoltre tener conto degli effetti inflazionistici poiché i valori considerati possono essere stati sostenuti in epoca lontana rispetto alla stima. Quanto sopra può essere operato attraverso indici espressivi del variabile potere di acquisto della moneta. Nel valutare i beni immateriali si deve inoltre considerare come, a differenza di quelli materiali, non subiscano alcun deperimento fisico, mentre sono maggiormente sensibili allo sviluppo tecnologico del settore. Rilevante diventa pertanto l'analisi della concorrenza: il know-how perde il suo valore economico quando altre innovazioni lo superano tecnologicamente."[78]

I costi che devono rientrare nei calcoli di questa indagine sono quelli sostenuti per il fine di generare valore futuro, dunque non è presente una lista specifica delle spese da contemplare a tale scopo. Per questo motivo la stima e l'individuazione di questi costi deve essere di volta in volta riadattata sulla base del bene oggetto di valutazione.

La terza configurazione si concretizza come un'approssimazione delle spese necessarie per riprodurre ad oggi il bene immateriale in questione e conferisce quindi la misura del costo per la sua creazione ex novo.

Come si può vedere, qualsiasi modello utilizzato si fonda sull'ipotesi della sostituzione, avendo come punto di partenza per la verifica del valore del bene immateriale, la determinazione del costo di un bene che può essere considerato sostituto del bene in oggetto e che per questa ragione dovrebbe produrre per teoria la medesima utilità.

"I metodi basati sui costi rappresentano la strada più agevole ai fini della valutazione dei beni immateriali; questo perché gli altri metodi, pur essendo più rigorosi, spesso si accompagnano a problemi applicativi."[79]

---

78 Guatri Giorgio, Fusa Emanuela, La valutazione del capitale economico dell'impresa, Il Sole 24 Ore, 1998.

79 Bartoli Furio, Ossoli Giuseppe, Valore d'impresa e valore intangibile, Franco Angeli, 2009, pagina 105.

Tuttavia i metodi basati sul costo non tengono in considerazione le capacità di crescita nella determinazione del valore del bene, e per questo non permettono quindi di valorizzarlo appieno.

Inoltre, può risultare complesso assegnare determinati costi specifici ad un preciso bene intangibile, in quanto si possono manifestare fattispecie in cui un bene materiale concorra e contribuisca, o sia in parte causa, dei benefici generati dall'intangibile, questo a conseguenza della relazione che spesso lega tali elementi.

Tra gli altri metodi di valutazione del capitale immateriale, rientra anche quello che fa dipendere il suo valore dal grado di benefici futuri che esso è in grado di apportare all'impresa in termini di flussi di reddito che quest'ultima si aspetta di generare.
In questo modo si riesce a superare il limite imposto dai metodi di valutazione basati sul costo.
La metodologia che si sta per analizzare valuta i risultati economici differenziali ossia i sovraredditi che l'impresa è in grado di generare grazie alla possibilità di disporre di determinate risorse immateriali.
Le determinanti di questo valore sono dunque fatte derivare dalla manifestazione di tali flussi, dalla loro volatilità espressa dal tasso di crescita e dalla loro incertezza.
Il cash flow prodotto dai beni intangibili è quindi l'elemento di analisi per la determinazione del valore del bene ed è di più immediata individuazione se fa riferimento ad un singolo prodotto (o linea di prodotti).
Al fine della sua determinazione si possono seguire approcci diversi e le soluzioni adottabili in questo caso sono due.
Una prevede l'attualizzazione del premium price precedentemente calcolato che rappresenta il risultato incrementale di cui l'impresa giova grazie al bene intangibile.
Questo metodo dunque mira a sottolineare il maggior valore prodotto dall'organizzazione aziendale che sfrutta tale risorsa, in contrapposizione ai risultati ottenuti mediamente in contesti in cui essa invece viene meno.
L'altro approccio, invece, considera il livello di perdite subito dall'impresa in termini di margine di contribuzione, determinato nell'ipotesi di improvvisa mancanza del bene immateriale.
Questo modello dunque valuta le conseguenze in termini di valore prodotto nel caso in cui la risorsa intangibile non fosse più a disposizione dell'impresa.

Si tratta di un sistema di derivazione reddituale che permette di guardare ai benefici del capitale intangibile con un'ottica indirizzata al futuro ed orientata alle capacità prospettiche di generazione di ricchezza, in contrapposizione con quanto avveniva applicando il criterio del costo.

Tale metodo inoltre, avvalendosi di tassi di attualizzazione opportunamente calcolati permette la considerazione anche del fattore rischio, fondamentale termine di paragone nelle scelte strategiche di impresa.

Per alcuni beni, come ad esempio i brevetti ed i machi, è possibile invece procedere ad una valutazione basata sulla comparazione con beni simili sul mercato.

Data l'importanza e la diffusione dell'economia immateriale all'interno dei confini di impresa infatti, sono sorte società specializzate nella valutazione di alcune delle risorse intangibili sfruttate dalle organizzazioni.

Gli strumenti utilizzati a tal fine sfruttano le ricerche di mercato ed impiegano i dati e le informazioni da esse ricavate per determinare indici che permettono di apprezzare il valore del capitale immateriale.

I risultati di questo approccio consentono un confronto diretto tra il bene dell'impresa ed altre attività simili sul mercato, al fine di valorizzarne il beneficio in termini quantititativi.

Tale metodo prevede di ricercare tra le transazioni in atto sul mercato quella o quelle aventi ad oggetto un bene dalle caratteristiche affini a quelle dell'attività che si cerca di valutare.

Le transazioni oggetto di studio e ricerca devono avere innanzitutto carattere recente e, inoltre, devono riguardare beni le cui condizioni di vendita siano omogenee a quelle della risorsa che si vuole misurare.

Una volta recuperato il valore del prezzo impiegato nella transazione, ci si avvale di questo dato come parametro nella definizione del valore dell'asset intangibile di riferimento.

Basandosi su un confronto, occorre tenere in considerazione tutti gli elementi che permettono di rendere effettivamente comparabili gli asset in oggetto, quali, tra gli altri, il potere contrattuale delle parti, il settore in cui operano le imprese ed anche le rispettive strutture societarie.

Anche questo approccio presenta tuttavia dei limiti, infatti tendenzialmente l'asset immateriale può non venire ceduto da solo, ma con tutto un corollario di altre attività che ne influenzano il valore intrinseco.

La cessione d'impresa nel suo complesso ad esempio non permette di ottenere una valutazione

autonoma circa il valore di una delle sue componenti intangibili quale può essere ad esempio il marchio.

Inoltre, per la natura fisica del bene, risulta di più agevole comparazione una risorsa dalle caratteristiche materiali, quale può essere ad esempio un impianto od un'attrezatura.

Per molti elementi intangibili infatti è difficile trovare altri asset che abbiano le medesime caratteristiche, proprio per le peculiarità di cui si fanno portatori.

Dopo quindi aver effettuato una prima analisi della situazione che investe la transazione in oggetto, occorre pocedere ad aggiustamenti per rendere più significative le informazioni raccolte e calarle nella fattispecie specifica in questione, in modo da valorizzare l'effettivo valore di mercato del bene oggetto di stima.

Se da un lato lo sviluppo di questa metodologia risulta laborioso e complesso, dall'altro rappresenta un metodo valido di valutazione degli intangibili, poiché fa direttamente riferimento al mercato ed al prezzo che da esso scaturisce.

L'unica accortezza richiesta da questa metodologia è quella per la quale venga posta la massima attenzione nei confronti degli elementi che devono opportunamente essere rettificati e revisionati in sede di determinazione dei multipli di confronto.

CAPITOLO 5

IL MARCHIO

5.1 Lo sviluppo e la strategicità del marchio

Dopo quanto detto nei capitoli precedenti, ed a seguito di quanto sostenuto da Zéghal e Maaloul (2011), i quali sottolineano e rimarcano l'importanza del capitale immateriale di impresa nonché la sua comunicazione all'interno ed all'estero dell'organizzazione aziendale stessa, si intende, in questo capitolo, soffermarsi sull'intangibile relativo al marchio.[80]

Quest'ultimo, ancora di più in tempi recenti, si è fatto portatore di una rilevanza non indifferente soprattutto in qualità di mezzo tramite il quale comunicare al cliente il valore di impresa.

L'esigenza che ha generato la necessità dell'utilizzo del marchio è da ricollegarsi allo sviluppo di uno scenario economico sempre più globalizzato e concorrenziale nel quale l'impresa, per risultare performante e competitiva nei confronti dei competitor, deve essere in grado di sfruttare le tecnologie a disposizione e le potenzialità comunicative del mercato nel tentativo di stabilire relazioni durature e profittevoli con tutti i soggetti con i quali entra in contatto, siano essi i competitor stessi ma anche ovviamente i clienti ed i consumatori finali.
"(...) The capability of connecting with customers as well as with all economic players contributes to build the resource basis required by efficient values generation processes, is fundamental to a firm's survival and development."[81]
Inserite in un contesto competitivo ampio, le imprese si confrontano dunque con un mercato ricco di prodotti simili ai propri ed al fine di ottenere un vantaggio competitivo nei confronti dell'offerta generata da altri, sono chiamate a fare in modo di rendere tali prodotti diversi, migliori, più appetibili e ricercati, distinguendoli perciò da quelli dei concorrenti.
Il marchio infatti garantisce dei benefici economici che conferiscono a colui il quale ne è

80 Zéghal Daniel, Maaloul Anis, The accounting treatment of intangibles. A critical review of the literature, Accounting forum, 2011, pagina 272.

81 Castaldo Sandro, Trust in market relationships, Egea, 2008, pagina 4.

possessore maggiori profitti a scapito di coloro i quali ne sono invece privi.
Differenziarsi e farsi riconoscere diventa dunque l'unico modo per spiccare nella moltitudine di concorrenti che operano nel medesimo settore o che gestiscono un simile business.
Tra i tentativi volti in questa direzione, il marchio rappresenta il simbolo distintivo che l'impresa attribuisce al proprio prodotto.
Come sottolineato da Harrison e Massi (2010), esso rappresenta dunque non solo il segno caratteristico di ciascuna impresa ma anche la sua essenza.[82] Si tratta di un asset intangibile avente valore economico indipendente ed autonomo, che si distacca invece dal valore del complesso aziendale.
Tra gli altri elementi che permettono di identificare un'impresa rientrano anche, oltre al marchio, l'insegna e la ditta.
La prima sottolinea dove viene eseguita l'attività di impresa mentre la seconda ne rappresenta il nome a livello commerciale.
Grazie al marchio invece, gli output generati dall'attività di impresa vengono resi noti al mercato, il quale risulta immediatamente in grado di identificarli ed attribuirli correttamente, nonostante possano essere molto simili ad altri appartenenti invece ai competitor.
Interfacciandosi direttamente con il mercato, è necessario che, nelle decisioni relative allo sviluppo del marchio, vengano rispettate determinate direttive allo scopo di evitare quei fenomeni che Chen e Chang (2012) identificano come di disorientamento e confusione nella mente del consumatore.[83]
La corretta gestione di questo bene infatti consente di evitare situazioni nelle quali il medesimo marchio, od uno molto similare, se non registrato, possa venire sfruttato da diverse imprese portando disordine nelle idee degli utenti finali e spingendoli verso prodotti che nulla hanno a che fare con quello originale, generando di conseguenza inefficienze nell'amministrazione degli investimenti ad esso rivolti.
Il brand infatti, permette di rendere concreto l'impegno profuso da parte dell'organizzazione aziendale e di dare un'idea circa gli investimenti posti in essere prima di tutto allo scopo di pubblicizzare il prodotto e, successivamente, al fine di mirare all'ottenimento di un posizionamento strategico capace di creare valore.

---

82 Massi Marta, Harrison Paul, La gestione del brand nel settore culturale: un confronto internazionale, Economia della cultura, 2010.

83 Chen Yu-Shan, Chang Ching-Hsun, Greenwash and green trust: the mediation effects of green consumer confusion and green perceived risk, 2013.

“Una corretta interpretazione del valore d'azienda non può quindi prescindere dalla necessità di quantificare l'apporto dato al valore stesso da quella famiglia di assets, quali le marche, i brevetti, il know how aziendale formalizzato, che tradizionalmente erano trascurati dalla prassi valutativa. Iniziano ad essere disponibili le prime formalizzazioni della teoria del valore, che cerca le ragioni del successo aziendale proprio nella capacità di saper coinvolgere bene non solo le attività fisiche ma anche quelle intangibili.”[84]

Non sempre è immediato comprendere il legame tra le azioni poste in essere dall'impresa, le strategie da essa attuate ed i risultati ottenuti in conseguenza. In modo particolare risulta difficile cogliere tale relazione soprattutto nel momento in cui queste operazioni sono rivolte ad attività caratterizzate per avere un contenuto non materiale. Infatti, per queste risorse, non è possibile rappresentare in maniera concreta e tempestiva l'impatto che esse provocano sul valore economico. Le azioni poste in essere su attività di tipo relazionale e che si basano sul know how, come ad esempio appunto la ricerca ed il marketing, implicano infatti, per loro natura, tempistiche maggiori per poter venire apprezzate.

In questo capitolo l'attenzione non è tuttavia focalizzata solamente sul bene immateriale rappresentato dal marchio, ma anche su come questa risorsa intangibile abbia provocato cambiamenti a livello di vere e proprie trasformazioni nei processi produttivi. Questi ultimi infatti sono rimodellati proprio sulla base della crescente importanza di alcuni beni immateriali che in tali processi vengono immessi e che consentono all'impresa di avere a disposizione risorse capaci di porre le basi per la ricerca di un vantaggio competitivo che permetta di differenziarsi dalla concorrenza.

I processi produttivi tendono quindi a cambiare la direzione verso la quale erano inizialmente indirizzati e vedono perciò ampliare al loro interno il fattore relativo all'immateriale ed alle risorse che da esso derivano a scapito di beni caratterizzati da materialità e fisicità.
In uno scenario economico che si sviluppa in questo modo dunque, le strutture produttive vengono rivoluzionate incrementando la componente intangibile che viene immessa e sfruttata al loro interno.
Questa decisione viene fatta coincidere con il fenomeno dell'incremento del potere concorrenziale dei competitor e con la necessità di trovare nuove e differenti vie indirizzate all'ottenimento del vantaggio competitivo al fine di superare il successo raggiunto appunto dai

84 Zara Claudio, La valutazione della marca. Il contributo del brand alla creazione del valore d'impresa, Etas, 1997.

concorrenti.
Dunque, nel tentativo di sviluppare un percorso concorrenziale soddisfacente, gioca un ruolo di fondamentale importanza non solo l'innovazione ma anche, appunto, la differenziazione.
In entrambi i fattori di innovazione e differenziazione, ciò che si dimostra predominante è il carattere intangibile del loro contenuto. Quest'ultimo, talvolta, viene valutato in maniera generale e fatto convogliare nel più ampio concetto di valore di impresa mentre, altre volte, è possibile riconoscere e discostare una parte precisa di contenuto intangibile alla quale è ragionevole attribuire un singolo e definito bene specifico, determinabile in maniera autonoma e separata da quello che è invece il valore del complesso aziendale.
L'utilizzo di tali beni dal carattere immateriale dunque permette di accrescere non solamente l'innovazione ma anche la differenziazione, driver fondamentale nella ricerca di un posizionamento competitivo da parte dell'impresa.
La differenziazione non è limitatamente focalizzata sul prodotto o su come esso è composto, quanto piuttosto sulla comprensione di come viene valutato dal mercato e percepito da esso se paragonato ad un prodotto acquistabile dai competitor. Attraverso la differenziazione dunque si cerca di interpretare e capire come il mercato reputi un determinato prodotto nel momento in cui questo viene confrontato con altri della concorrenza.
La differenziazione finisce per determinare l'individualità del prodotto attraverso tutte quelle caratteristiche che lo fanno diventare appunto differente, a partire dalla comunicazione e dalla relazione che si instaura con il mercato a cui esso viene proposto.
Anche questa sua caratteristica di unicità e diversità viene espressa attraverso il valore del marchio.
Come sostenuto da Zara (1997) il riconoscimento offerto a tale risorsa, ma più in generale anche ad altre dal carattere intangibile, è spiegato dalle circostanze che hanno accompagnato lo sviluppo del sistema economico nel corso del tempo.
“Accumulo di conoscenza (scienza e informazione) e processi di apprendimento (capacità di trasferimento e di applicazione della conoscenza) influenzano profondamente l'economia; per molti aspetti sono alla base della revisione della teoria dello sviluppo economico. La visione neoclassica incardinata nello schema meccanico del progresso tecnico come fattore esogeno è messa in discussione dai modelli che incorporano il progresso tecnico nel valore degli investimenti che richiamano l'accumulo di conoscenza sottostante il progresso tecnico e che esaltano la qualità del capitale umano. In altre parole le risorse immateriali sono sempre più

impiegate nei processi produttivi: non solo macchine e componenti tecnologici ma lavoratori specializzati, licenze e brevetti, consulenze, database."[85]
Sono diverse le idee sviluppate relativamente alle motivazioni che stanno alla base della sempre maggiore criticità che il marchio sta assumendo per le imprese.

Alcuni studiosi associano tale situazione alle modalità con cui si sta trasformando la domanda di mercato, in modo particolare con particolare riguardo sia ai comportamenti assunti dai consumatori quanto ai processi che rendono sempre più frammentato il mercato stesso.

D'altra parte vi sono poi i sostenitori della teoria che fa coincidere lo sviluppo dell'importanza della marca con il crescente fenomeno che investe i prodotti del mercato rendendoli sempre più simili uno all'altro, ostacolando il successo solitamente ottenibile tramite la differenziazione.

Un ulteriore parere da considerare, è quello sostenuto da Di Bernardo e Rullani (1990), i quali sottolineano le modalità con le quali si è sviluppato il legame tra marketing da una parte e tecnologia dall'altra.

Gli autori sostengono infatti che "le nuove tecnologie dell'informazione potenzierebbero il ruolo tradizionale del marketing come produttore di simboli nella mediazione tra produzione e consumo."[86]

5.2 Finalità, attributi e componenti

Come sottolineato anche da De Chernatony e Dall'Olmo Riley (1998), trovare una definizione univoca del termine "marchio" non è semplice in quanto esso si investe di molteplici significati, soprattutto perché l'analisi di questo asset può essere effettuata con riguardo a svariati punti di vista, tanto quello dell'impresa, quanto quello del consumatore e, tanto nell'ambito finanziario, quanto in quello legato al marketing.[87]
All'interno della nozione di marchio ad esempio vengono inglobati i concetti relativi al livello

85 Zara Claudio, La valutazione della marca. Il contributo del brand alla creazione di valore d'impresa, Etas, 1997.

86 Di Bernardo Barbara, Rullani Enzo, Il management e le macchine. Teoria evolutiva dell'impresa, Il Mulino, 1990.

87 Leslie De Chernatony, Francesca Dall'Olmo Riley, Defining A 'Brand': Beyond The Literature With Experts' Interpretations, Journal of Marketing, 1998.

reputazionale e di fiducia tra impresa e mercato ed alla notorietà di cui il prodotto gode nei confronti di quest'ultimo.[88]

Cozzi e Molinari (1990) sostengono che il marchio si configura inoltre per essere portatore dell'identità d'impresa, sia nei confronti del mercato in generale, sia nei confronti dei portatori di interesse che si relazionano direttamente con esso ed anche con l'impresa.[89]

A seguito di quanto detto e della vastità dell'argomento, è palese dunque non riuscire immediatamente nell'intento di formulare giudizi precisi in ambito di risorse immateriali sfruttate all'interno del perimetro aziendale.

Tuttavia, la rilevanza di questo tipo di valutazioni si rende necessaria, ancora di più nel caso in cui si stia considerando un bene immateriale che può essere ceduto singolarmente e sia quindi oggetto di transazioni riferibili solo ad esso specificatamente.

Un caso differente da quello appena citato è invece quello rappresentato dall'avviamento, il quale racchiude una moltitudine di risorse ed elementi dal carattere intangibile che vengono valutate nel loro complesso ed indistintamente cedute.[90]

L'avviamento si configura piuttosto come il riassunto delle potenzialità e performance economiche poste in essere e sviluppate dall'impresa e considerate in toto, senza perciò fare riferimento ad uno studio diretto delle capacità dei vari beni immateriali di cui per teoria si compone.

Rimanendo in ambito di cessioni, a livello di business è possibile considerare il marchio come un elemento che si presta ad essere scambiato o concesso tramite determinate operazioni quali sponsorizzazioni o licenze, in quanto esso, scaturendo da investimenti volti al suo sviluppo, ha valore in ambito di transazioni sul mercato.

Esso permette inoltre all'impresa di poter accedere al capitale, costituendo, se correttamente gestito, un potenziale elemento grazie al quale reperire risorse finanziarie come fonti di finanziamento.[91]

---

88 Per citare una frase del matematico Michael Freedman "A brand is not a promise made, but a promise kept."

89 Cozzi G., Molinari M., L'immagine di marca. Come costruirla, come gestirla, come comunicarla, Economia e diritto del terziario, 1990, pagina 258.

90 Come scritto da Tollington Tony in "Separating the brand asset from the goodwill asset", Journal of Product & Brand Management, 1998: "Goodwill doesn't stand alone but brands do."

91 Come affermato anche da Faccincani Lorenzo in "La valorizzazione della proprietà intellettuale d'impresa nel corporate lending", Giuffrè Editore, 2009: "Nonostante sia condiviso che l'attività di lending debba trovare fondamento nella comprensione delle determinanti della capacità di produrre dei flussi monetari prospettici che possano essere destinati al servizio del debito, gli strumenti attualmente più utilizzati nella valutazione

Infatti, maggiore è il valore del quale si impregna, e maggiore è il valore attribuito all'impresa nel suo complesso. Di conseguenza si incrementeranno e si faranno più intense le possibilità di accesso al credito.

Il marchio inoltre si configura per essere un elemento chiave nelle decisioni dei consumatori in quanto ha la capacità di trasmettere non solamente le informazioni relative all'impresa ed al prodotto che genera, ma anche i valori di cui l'impresa si fa portatrice e la qualità con cui essa svolge il proprio operato.

Tutte le sensazioni che il consumatore poi percepisce ed attribuisce a quel marchio consentono di andare oltre e saltare la fase che tiene impegnati tali soggetti e che viene definita di indagine[92], in quanto volta alla ricerca di informazioni per colmare l'insufficienza di materiale a disposizione del consumatore per effettuare una scelta e stabilire una preferenza.

Come infatti evidenzia Vicari (1991) "la fiducia è un sostituto dell'informazione".[93]

"It is essential for consumers to reduce the complexity inherent in the multitude of alternatives with which they are faced."[94]

Scopo primario del marchio, essendo come si è visto un elemento generato per interfacciarsi con il mercato, è quello di contribuire alla tutela delle relazioni instaurate con i fruitori finali dei beni dell'impresa, sia in riferimento a quelli già esistenti, sia nei confronti di quelli nuovi, futuri e potenziali.

Una corretta gestione dello stesso infatti può contribuire a generare legami fortemente duraturi con i soggetti presenti nel mercato.

Sempre in relazione al consumatore, il marchio si interfaccia relativamente a come viene interpretato dal cliente stesso.

Da una parte, su base cognitiva, esso rappresenta ciò che viene avvertito e colto dal consumatore, dunque è sottolineato in questo caso il suo livello di diffusione tra il pubblico ed il relativo standard di conoscenza che ne deriva.

---

del merito creditizio – bilanci societari, risultanze del lavoro bancario e flussi di ritorno della centrale dei rischi – di rado riescono ad esprimere compiutamente il valore degli asset di proprietà intellettuale, così rinunciando a considerare una delle fonti di redditività aziendale."

92 Citando una frase di Jean Noel Kapferer "Products increase customer choice; brands simplify it."

93 Vicari Salvatore, L'impresa vivente. Itinerario in una diversa concezione, Egea, 1991, pagina 77.

94 Gutman Jonathan, A means-end chain model based on consumer categorization processes, Journal of marketing, 1982, pagina 62.

Quest'ultima in particolare si può ricollegare anche al livello di notorietà del marchio stesso, ossia la sua capacità di far sì che un determinato prodotto venga immediatamente identificato dal mercato.

Il grado di conoscenza della marca si desume inoltre anche dall'immagine[95] e dal significato che l'impresa riesce a vedersi associare dai consumatori. Fiocca (1996) introduce il concetto di "company image", che rappresenta il risultato della strategia intrapresa dall'organizzazione e le conseguenze che questa ha ottenuto relativamente alle percezioni captate dal mercato.[96]

Questi elementi non riguardano solamente peculiarità tangibili e specifiche come ad esempio il nome ed il logo, che sono facilmente riconoscibili.

Il marchio infatti racchiude attorno alla propria sfera anche fattori più astratti ed immateriali che evocano impressioni nella sfera personale del consumatore, spingendolo a manifestare preferenze nei confronti di un brand piuttosto che nei riguardi di un altro.

Inoltre, su base fiduciaria, esso rispecchia il livello di aspettative che l'impresa, grazie al suo utilizzo, è riuscita ad ottenere dai consumatori.

Collegato al concetto di fiducia è quello di valore.[97] Nel momento in cui infatti il consumatore si dimostra soddisfatto del rapporto con una determinata impresa o dei risultati dell'acquisto di uno specifico prodotto, egli dà valore a quel determinato marchio. Liu (2007) sottolinea come questo valore resti impresso nell'esperienza di acquisto dei soggetti e, se non ce n'è motivo, resterà immutato nel tempo, garantendo all'impresa una preferenza caratterizzata per avere orizzonte temporale duraturo.[98]

L'ottenimento di questo favore rappresenta uno degli aspetti positivi che consentono all'impresa di primeggiare nei confronti dei competitor. Anche la gestione di questo aspetto

---

95 Kotler definisce l'immagine come "Mega marketing" intendendo l'insieme di capacità dell'impresa che le consentono di ottenere dal mercato il grado di apprezzamento necessario per imporsi. Kotler Philip, Marketing Managment, Prentice-Hall, 1991.

96 Fiocca Renato, Comunicazione e valore nelle relazioni d'impresa, Egea, 1996.

97 Aaker David, The value of brand equity, Journal of Business Strategy, 1992.

98 Analizzando più a fondo il parere dell'autore infatti, esso elenca lo studio di due casistiche: la prima prende in considerazione un ipotetico consumatore già fedele al marchio che continua ad esserlo anche dopo programmi di fedeltà che l'impresa pone in essere a scopo promozionale. La seconda casistica invece, più interessante, evidenzia l'effetto dell'attivazione di tali strategie nei confronti di un consumatore meno vicino al brand in questione. Liu Yuping, The long-term impact of loyalty programs on consumer purchase behavior and loyalty, Journal of Marketing, 2007.

dunque può essere fatta rientrare nell'ambito della strategia aziendale, in quanto fonte capace di generare barriere all'ingresso.

Conoscenza e fedeltà al marchio, inseriti in uno scenario competitivo, sono le basi per l'instaurazione di rapporti e legami duraturi con il mercato.

Tali relazioni garantiscono vantaggi in termini di costi sostenuti ad esempio con i fornitori. Ataman e Ulengin (2003) evidenziano come il marchio si impregni della capacità, prima di tutto, di ampliare la quota di mercato sotto il controllo dell'impresa e, successivamente, di incrementare poi anche il livello delle vendite andando ad agire direttamente sulla domanda ed influenzandola.[99]

Da questa stretta relazione tra clientela e marchio, e dalla considerazione di quest'ultimo al pari di una vera e propria risorsa di fiducia per l'impresa, emergono inevitabilmente accorgimenti che devono essere tenuti in considerazione dall'organizzazione aziendale al fine di evitare un utilizzo scorretto, improprio o fuorviante di tale mezzo, il cui sviluppo e la cui gestione, se non correttamente impostati, possono anche avere effetti opposti sull'immagine di impresa, andando a danneggiarla.

Essa infatti deve necessariamente garantirne la tutela a favore di tutti i portatori di interesse dell'impresa.

Tra le altre finalità che l'impresa deve tenere in considerazione e mirare a raggiungere tramite l'utilizzo di questo segno distintivo vi sono inoltre quelle relative alla preclusione, nei confronti della concorrenza, dell'utilizzo di marchi aventi caratteristiche simili e capaci per questo di ingannare il mercato.

Questa situazione infatti ha come conseguenza il potenziale deterioramento a livello reputazionale dell'immagine di impresa ed è per questo che si rende necessario tutelare tale asset, in particolare nel caso in cui i prodotti con cui l'azienda si trova a concorrere sono di più bassa qualità rispetto a quelli da essa proposti.[100]

Il ruolo del marchio si apre come si è visto a diversi orizzonti ed il suo contributo viene

99 Ataman Berk, Ulengin Burc, A note on the effect of brand image on sales, Journal of Product & Brand Management, 2003.

100 Secondo il parere di Freeman, Harrison e Wicks, la reputazione di impresa viene considerata come un asset fondamentale da salvaguardare in quanto capace di rappresentare una risorsa in grado di contribuire enormemente nell'incremento del valore di impresa e dei rapporti con i portatori di interesse. Nonostante di natura intangibile, si configura come una leva imprescindibile e per questo motivo di fondamentale e strategica valorizzazione. Freeman Edward, Harrison Jeffrey, Wicks Andrew, Managing for stakeholders: survival, reputation and success, Yale University Press, 2007.

sottolineato in diverse situazioni, soprattutto secondo il punto di vista della resource based view.[101]

Occorre certamente fare riferimento al contributo della marca all'incremento del capitale immateriale.

Ciò che porta infatti un brand a risultare performante e valorizzato dipende da come vengono sfruttate le conoscenze applicabili in ambito di marketing all'interno di un'impresa. Queste ultime sviluppano valore nel momento in cui si pongono in relazione con i fruitori finali del bene o servizio offerto, o con quelli intermedi. Per questo motivo, alla base del successo derivante dall'applicazione delle competenze interne aziendali, vi è comunque l'esistenza di un rapporto di fiducia con il cliente grazie al quale si assimilano informazioni da investire nello sviluppo della marca stessa.

Come sostenuto nei precedenti capitoli, si fa sempre più rilevante l'obiettivo di considerare qualsiasi soggetto entri in contatto con l'impresa come un reale o potenziale portatore di interesse. A partire da questa considerazione, anche il cliente dunque non viene classificato propriamente come soggetto esterno all'impresa, quanto più come soggetto che, sebbene non direttamente e fisicamente coinvolto all'interno dell'organizzazione aziendale, resta comunque legato alla vita dell'impresa grazie a tutta quella catena di relazioni che la marca è in grado di formare, soprattutto grazie alla capacità di delineare un'identità aziendale verso la quale qualsiasi portatore di interesse è attratto.

"Su un piano più specifico le fondamentali dimensioni in cui si articola la Brand Equity possono essere ricondotte alle seguenti tipologie di potenzialità nei confronti del suo mercato: differenziazione (dai concorrenti), relazione (con i consumatori, il trade, gli azionisti e finanziatori), estensione (molteplicità d'uso, interrelazioni critiche, economie di velocità), apprendimento (fiducia, conoscenza). Dalla brand equity scaturisce direttamente il contributo

---

101Da quanto infatti affermato da Bini Mauro in "La valutazione degli intangibili", Egea, 2011, pagina 118: "Nella prospettiva strategica (resource based view) ogni impresa, in quanto dotata di un vantaggio competitivo differenziale, dispone di un portafoglio distintivo di intangibili, rappresentato in parte da beni (ovvero attività separabili dall'impresa) ed in parte da risorse (per esempio le competenze del capitale intellettuale). Queste ultime (le risorse intangibili) non sono separabili dall'impresa e di esse l'impresa non ha controllo, ma rappresentano la capacità dell'impresa stessa di generare nel tempo quei beni intangibili che le consentono di mantenere (o di rafforzare) il vantaggio competitivo."

che la marca è in grado di offrire all'attivazione di strategie di sviluppo dell'impresa."[102]

La marca rappresenta quindi un'attività autonoma, a sé tante, che prende forma a partire da un processo che ha inizio con la sua attribuzione ad un determinato prodotto, come mero elemento intangibile ed astratto che viene attribuito allo stesso. Successivamente, seguendo una sorta di linea evolutiva teorica, essa comincia a staccarsi gradualmente dal semplice concetto di prodotto nei confronti del quale si è vista etichettata, ed ottenendo una maggiore autonomia dunque verso lo stesso, si investe di una propria identità che travalica i confini entro i quali essa era stata originariamente assegnata.

Infine, nel momento in cui le viene attribuito un determinato riconoscimento, particolarmente evidente, la marca diviene un vero e proprio driver nel processo di sviluppo strategico dell'impresa.

Risitano (2004) identifica queste tre fasi e le classifica racchiudendole in aree che chiama: area cognitiva, area esperienziale ed area fiduciaria.[103]

In base allo stadio che si sta analizzando in questo processo che porta la marca ad assumere connotati sempre più rilevanti ad ogni fase che essa attraversa, cambia ovviamente anche il significato che le viene attribuito, il quale, mano a mano che il livello progredisce, tende a farsi sempre più ricco ed ampio.

Nella prima fattispecie infatti, in cui la marca viene solamente associata ad un prodotto, la sua funzione si limita ad essere quella informativa nei confronti dei soggetti che entrano in contatto con il prodotto stesso (o servizio).

All'estremo opposto, con l'ultima fase, essa invece si presta a diventare un vero e proprio mezzo attraverso il quale l'impresa investe nella continua ricerca di nuove linee di sviluppo.

A mano a mano che si raggiunge quest'ultima fase in particolare, si riesce ad apprezzare sempre di più il ruolo che la marca ha assunto come asset autonomo.

Essa si pone dunque come obiettivo quello di riassumere le principali capacità che sono peculiari di una specifica impresa e partecipa in conseguenza nel processo di ottenimento del vantaggio competitivo.[104]

102Pedrini Pier Paolo, L'umorismo in pubblicità, Peter Lang, 2006, pagina 58.

103Risitano Marcello, Le determinanti del valore della marca in una prospettiva customer-based, Tesi di Dottorato di ricerca in Scienze Aziendali, 2004.

104Secondo anche quanto affermato da Cillo Paola e Lanza Andrea, in "La costruzione dell'identità di marca: il

Per raggiungere questo fine è indispensabile la capacità del marchio di collaborare nell'incremento delle risorse immateriali, di rendere solida la relazione con il mercato e di mantenere la funzione di driver per lo sviluppo dell'azienda.

In base alle modalità con le quali questi obiettivi vengono raggiunti, è possibile determinare e quantificare il potenziale generativo della marca, "cioè la capacità della marca di generare valore economico, rafforzare le relazioni esistenti fra l'impresa e le diverse categorie di soggetti portatori di interesse, attivare l'ambiente in cui l'impresa opera."[105]

Quanto sopra riportato è fatto coincidere con il concetto di brand equity. Essa dunque, secondo il parere di Srivastava e Shocker (1991) esprime il potere che il marchio detiene sul mercato.[106] Vi sono due ottiche verso le quali può essere interpretata la brand equity: una finanziaria, che vede il marchio come un vero e proprio asset, ed una che, essendo invece indirizzata verso un profilo di marketing, è rivolta al lato del consumatore ed ai comportamenti di acquisto che questo ha manifestato nel corso del tempo nei confronti dei prodotti di una determinata impresa.

Tra i componenti dei quali la marca si fa portatrice, in primo luogo vi sono i cosiddetti segni di riconoscimento, ossia tutte quelle caratteristiche distintive proprie che la differenziano e che permettono al consumatore di individuarla in maniera migliore. Per fare qualche esempio basta pensare ad elementi quali il nome od il logo.

Il secondo elemento di cui la marca si compone è invece collegato a quelle che vengono definite come percezioni o, ancora più specificatamente, associazioni cognitive. Con questi termini si vuole intendere e raggruppare tutte le sensazioni che vengono evocate dalla marca nei confronti dei consumatori che con essa interagiscono.

Tra i benefici che il marchio richiama nei confronti di questi soggetti si possono inserire quelli

---

caso Diesel", Il Mulino, 2000, pagina 129: "La marca, quale elemento centrale del patrimonio aziendale, è stata oggetto di numerosi contributi e ricerche, nell'ambito dei quali sono stati posti in evidenza i vantaggi differenziali di un brand forte. Alla marca dunque viene riconosciuto un ruolo fondamentale ai fini della creazione e della difesa del vantaggio competitivo, poichè essa costituisce un asset di natura immateriale, dotato di una specifica identificabilità."

105Fragale Manuela, Dal branding al co-branding, Youcanprint, 2019.

106Srivastava Rajendra, Shocker Allan, Brand equity: a perspective on its meaning and measurement, Marketing Science Institute Working Paper, 1991.

funzionali, che riguardano ciò che effettivamente il prodotto in questione scelto dal consumatore permette di ottenere, quelli simbolici, che fanno riferimento al significato che la marca fa proprio ad un livello psicologico e sociale, e, per finire, quelli esperienziali, riguardanti la sfera privata del consumatore ed il suo soddisfacimento nello scegliere una marca piuttosto che un'altra.

"It is important to differentiate the three brand concepts (functional, symbolic, and experiental) because the specific positioning strategies implemented at the indroduction, elaboration, and fortification stages depend on the concept type. Thus a positioning strategy appropriate for managing a brand with a functional concept may be inappropriate for managing a brand with a symbolic or experiential concept. Positioning strategies are dictated by the brand concept and the BCM stage, but the implementation of these strategies by the marketing mix also depends on the specific competitive situation facing the firm."[107]

La terza componente della marca fa invece riferimento all'ambito fiduciario, scandito dalla cosiddetta brand loyalty, ossia la preferenza che il consumatore finisce con il riconoscere al marchio in oggetto, la quale si manifesta proprio nel processo di acquisto, in particolare nel momento in cui il consumatore torna a scegliere un determinato prodotto a seguito delle aspettative che in esso sono sorte, dettate dall'esperienza maturata attraverso un determinato percorso conoscitivo.

Tra le varie componenti della marca, quella che la va ad etichettare come risorsa di fiducia è considerata una tra le principali e più sentite caratteristiche che le vengono attribuite.

"La componente fiduciaria fa invece riferimento al ruolo svolto dalla marca nel processo di acquisto e scaturisce dalla conferma delle aspettative (termini di soddisfazione dei bisogni) maturate dal consumatore; il consumatore, una volta scritte delle valenze specifiche per una determinata marca, si ritiene infatti certo, ovviamente con un definito margine di probabilità, crescente all'aumentare del numero di esperienze positive con la marca, che tutte le manifestazioni della stessa risultano essere caratterizzate dalle medesime valenze. Tanto più elevato risulta questo grado di certezza, tanto maggiore si rivela la fiducia nella marca e tanto minore risulta quindi la necessità di produrre nuove informazioni idonee ad orientare le attività cognitive di comparazione e di scelta."[108]

107Park Whan, Jaworski Bernard, MacInnis Deborah, Strategic brand concept-image management, Journal of marketing, 1986, pagina 139.

108Zara Claudio, La valutazione della marca. Il contributo del brand alla creazione di valore d'impresa, Etas,

Quest'ultimo elemento si impregna di importanza nel momento in cui il consumatore percepisce nella sua scelta un determinato livello di rischio derivante dalla mancanza di informazioni sulle quali basare le proprie decisioni, che non gli permettono di scegliere liberamente il marchio in questione senza prima verificarne l'affidabilità.

Il livello di fiducia nei confronti della marca è sottolineato nel momento in cui il consumatore percepisce come valida la sua esperienza verso il brand in oggetto e decide, per questo motivo, di fidarsi di ciò che fino a quel momento quella marca è riuscita a suscitare nella sua sfera personale dei bisogni.

"La fiducia altro non è che uno schema cognitivo, un modello di strutturazione di informazioni, che consente di minimizzare il numero di dati necessari per finalizzare il processo di interpretazione di scelta."[109]

Nonostante questo, non è scontato che il grado di fiducia associato alla marca non possa modificarsi nel tempo a seguito di ulteriori esperienze, generatesi successivamente, con cui il consumatore si viene a confrontare. Proprio per questo motivo la componente fiduciaria deve venire necessariamente e continuamente promossa e valorizzata.

5.3 Il ruolo della marca per consumatore ed impresa

Come precedentemente sottolineato, nel momento in cui si procede all'analisi ed alla definizione del valore del marchio, si deve focalizzare l'attenzione sotto svariati punti di vista. In questo paragrafo prima viene valutato il punto di vista del consumatore nei confronti della marca stessa e successivamente l'ottica verrà spostata dal lato dell'impresa.

Per il consumatore, l'attenzione verso la marca dipende essenzialmente dalla scelta delle strategie intraprese dall'azienda, aventi come scopo quello di aumentarne sia il valore che il relativo livello di significatività che il mercato stesso percepisce.

La marca infatti, agli occhi dell'utente finale, può configurarsi sia per essere semplicemente uno strumento dal carattere informativo, con l'obiettivo quindi di rendere riconoscibile il prodotto, sia per vedersi accreditata una funzione impregnata di maggiore autonomia, con il

1997, pagina 7.

109Vicari Salvatore, L'impresa vivente. Itinerario in una diversa concezione, Egea, 1991, pagina 78.

fine di conferirle il prestigio di asset autonomo.

Per quanto riguarda il lato del consumatore innanzitutto, il valore attribuito alla marca riguarda principalmente i processi relativi all'acquisto ed al consumo da parte di quest'ultimo.

Tendenzialmente infatti, come espresso anche dall'opinione di Gutman (1982), ad un consumatore occorre tempo prima di riuscire ad elaborare un parere circa un determinato bene o servizio che prima deve essere infatti testato e confrontato.[110] Le funzioni assolte in questo caso dal brand possono perciò venire classificate, come sostiene Zara (1997), in tre gruppi principali che comprendono: una funzione informativa, una di garanzia ed una comunicativa.[111]

Per capire in che modo queste funzioni riescono a generare valore per l'utente finale occorre dare una spiegazione della nozione di "valore" applicata, in questo caso, a quello espressivo della marca. Esso rappresenta infatti l'utilità che la marca è in grado di produrre e viene rappresentato dal rapporto tra il cosiddetto valore d'uso da una parte ed i costi sostenuti per la sua acquisizione dall'altra.

Tra questi ultimi non è compreso solamente l'esborso sostenuto dal consumatore, ma rientrano anche i costi relativi alla ricerca ed al reperimento di informazioni, come anticipato precedentemente, ed i cosiddetti costi di opportunità ed anche quelli psicologici.

Di conseguenza, il valore della marca relativo alla sfera del consumatore, altro non rappresenta che il giudizio positivo espresso da quest'ultimo nei confronti del ruolo svolto dalle tre funzioni precedentemente elencate: quella informativa, quella di garanzia e quella comunicativa.[112]

Il consumatore viene aiutato dalle attività della marca nell'interpretazione, elaborazione ed archiviazione di grandi quantità di informazioni relative sia a prodotti che ad altri marchi. Inoltre, queste informazioni, possono anche condizionare la fiducia e l'attitudine da parte dei

---

110 Gutman Jonathan, A means-end chain model based on consumer categorization processes, Journal of marketing, 1982.

111 Zara Claudio, La valutazione della marca. Il contributo del brand alla creazione di valore d'impresa, Etas, 1997.

112 Questa schematizzazione viene proposta da Kapferer e Laurent. Secondo gli autori infatti il marchio contribuisce a limitare i costi di ricerca delle informazioni e riduce anche il rischio di incertezza derivante dalle decisioni del consumatore. Kapferer Jean-Noel, Laurent Gilles, La sensibilità alla marca, Organisation, 1992.

clienti delle loro decisioni di acquisto.

La soddisfazione del cliente invece, può essere migliorata sia dalla qualità che tali soggetti percepiscono dal prodotto, sia da quello che il marchio è in grado di suscitare nei loro confronti.

“E' altrettanto agevole riconoscere il collegamento fra le funzioni indicate ed i costrutti cognitivi che alimentano le dimensioni della brand equity. Questi ultimi sono infatti costituiti: dalla notorietà del brand name, del logo in generale, dei segni di riconoscimento della marca, dalla certezza delle aspettative di performance sviluppate dai consumatori, dalla stabilità dei comportamenti di acquisto e dalle associazioni cognitive evocate dalla marca a livello di benefici e valori. Ovviamente quanto affermato vale solo in termini generali, poiché la sensibilità del consumatore alle componenti che definiscono il numeratore e il denominatore della funzione del valore dipende da molteplici fattori come ad esempio fattori customer specific, fattori product specific e fattori industry specific.”[113]

Tanto maggiore è il valore che il consumatore attribuisce alla marca, tanto più essa si circonda di significato e vede aumentare, a sua volta, il proprio valore, incrementando di conseguenza anche quello dell'impresa. Per questo motivo, il ruolo del consumatore non può essere marginale nello studio del valore della marca.

Nell'ottica del consumatore, come sostenuto da Aaker (1991), ci sono cinque diverse componenti che stanno alla base del concetto di brand equity. Tra esse: la fedeltà di marca, la notorietà della stessa, la qualità osservata, le associazioni che vengono ricreate dal consumatore pensando ad uno specifico brand e la totalità dei beni dal carattere immateriale presenti nell'impresa che ne definisce il patrimonio intangibile.[114]

La brand equity, come già detto, rappresenta dunque il valore che la marca assume. Essa si pone come obiettivo quello di creare tale valore tanto per il cliente quanto, ovviamente, per l'impresa.

Analizzando ora il lato dell'impresa vengono effettuate alcune considerazioni relative al marchio all'interno dell'organizzazione aziendale.

“Brand equity is a set of brand assets and liabilities linked to a brand, its name and symbol,

113Zara Claudio, La valutazione della marca. Il contributo del brand alla creazione di valore d'impresa, Etas, 1997.

114Aaker David, Managing brand equity, The Free Press, 1991.

that add to or subtract from the value provided by a product or service to a firm and/or to that firm's customers. For assets or liabilities to underlie brand equity they must be linked to the name and/or symbol of the brand. If the brand's name or symbol should change, some or all of the assets or liabilities could be affected and even lost, although some might be shifted to a new name and symbol. The assets and liabilities on which brand equity is based will differ from context to context."[115]

Il patrimonio di cui si circonda allora la marca viene definito attraverso tutto quel complesso di attività e passività che fanno riferimento ad essa e che riescono a togliere od aggiungere valore direttamente a quello che è il prodotto nei confronti del quale la marca si riferisce.

Come appena sottolineato dunque, il brand, rappresentando il potenziale generativo della marca, è in grado di apportare valore anche nei confronti dell'azienda nel suo complesso.

Tramite le capacità di cui il brand si circonda infatti, l'impresa ha la possibilità, prima di tutto, di aumentare il proprio patrimonio intangibile e, successivamente, di rendere più stabili e forti le relazioni in corso che vedono come protagonisti l'impresa da una parte ed i vari stakeholder dall'altra.

In primo luogo, infatti, essa riesce ad incrementare manovre volte ad attrarre nuovi consumatori, oppure a convincere quelli vecchi ad un ritorno od ad un riavvicinamento.

Inoltre, la qualità che viene percepita, le associazioni a cui il brand rimanda ed il nome conosciuto e noto, si configurano come alcune delle ragioni che possono contribuire ad influenzare la soddisfazione e le scelte di acquisto del consumatore. Questi elementi contribuiscono poi a ridurre i tentativi da parte dei consumatori nel provare altri marchi, altri prodotti, altri concorrenti. Le risorse di cui il marchio si compone si pongono nei confronti dei consumatori alla stregua di elementi che li rassicurano, anche se non si tratta degli unici fattori fondamentali ai fini della scelta del marchio stesso da parte del mercato.

L'effetto di fidelizzazione rispetto al marchio è rilevante e strategico in particolare quando l'impresa cerca di prendere tempo per studiare nuove soluzioni volte ad affrontare la concorrenza a seguito del lancio da parte di quest'ultima di iniziative destinate all'innovazione ed a vantaggi sui prodotti.

La fedeltà al marchio infatti rappresenta uno dei valori ed attributi fondamentali del marchio

115Aaker David, Managing brand equity, The Free Press, 1991, pagina 27.

stesso, nonché uno dei più importanti elementi di valore dei quali esso si impregna.
Inoltre, un marchio affermato garantisce all'impresa di ridurre la propria dipendenza da promozioni volte ad attirare il cliente, aumentando i margini di cui essa può godere.
Grazie al brand, è poi possibile porre le basi per una crescita dimensionale anche su prodotti diversificati. Questo accade perché, nel momento in cui il marchio è conosciuto, esso apre la strada e facilita l'accesso al mercato a nuovi prodotti che vengono accompagnati dal medesimo segno distintivo già attribuito ad un altro prodotto che è già affermato.[116]
Ancora, una brand equity solida è in grado di apportare vantaggi tecnici e logistici all'impresa. Avere a che fare con un marchio conosciuto e rinomato infatti porta alla diminuzione nell'incertezza delle transazioni e del loro conseguente esito positivo.

I canali distributivi in cui si inseriscono i prodotti accompagnati da un marchio noto e solido quindi rischiano minori situazioni di intoppi ed anzi, corsie privilegiate.

Per finire, i vantaggi apportati dalla brand equity rappresentano delle vere e proprie barriere all'entrata per i competitor, che difficilmente riescono a spuntare situazioni e soluzioni in grado di spodestare l'impresa in oggetto dal grado di vantaggio competitivo che ha fatto proprio tramite il marchio sviluppato. Si tratta di posizioni di vantaggio che, una volta raggiunte, non è semplice ed immediato sormontare, fondamentalmente in quanto è difficile convincere il consumatore che un altro marchio sia in grado di produrre i medesimi benefici rispetto a quelli a cui tale soggetto è abituato.

Le attività alla base della formazione della brand equity non solo necessitano di sforzi per essere create, ma richiedono anche altrettanto impegno al fine del loro mantenimento.

La centralità del tema relativo al brand ha come sfondo la gestione strategica di alcune risorse dal carattere immateriale che sono ad esempio quelle basate sulla conoscenza e sulla rete di relazioni che scaturisce dall'impresa e grazie all'impresa ed alle attività che pone in essere.

Il brand, come si è anticipato, contribuisce alla definizione ed attuazione di strategie volte ed indirizzate allo sviluppo dell'impresa.

Tra queste vi possono essere ad esempio quelle che si basano su prodotti già esistenti e che puntano a penetrare ancora di più il mercato focalizzando l'attenzione verso nuovi e diversi

116 Vazquez Rodolfo, Iglesias Victor, The role of the brand name in obtaining differential advantages, Journal of Product & Brand Management, 2001.

segmenti dello stesso.[117]

Ancora, un'ulteriore strategia può invece riguardare l'introduzione di nuovi prodotti all'interno di una linea già esistente che permette quindi il suo ampliamento in un'ottica indirizzata quindi alla modernizzazione della linea stessa tramite prodotti che precedentemente non erano presenti.

Si considerano poi le strategie che si basano sulla modifica di assortimento e disponibilità all'interno di linee di prodotto che sono collegate, come nei casi ad esempio di integrazione verticale.

Anche in presenza di linee di prodotto non collegate, in ogni caso, possono essere strutturate strategie volte all'ampliamento della gamma disponibile.

A seguito dell'impiego della marca nello sviluppo delle strategie precedentemente citate, è immediato rendersi conto dell'evoluzione che ha investito questa risorsa, che è diventata un vero e proprio simbolo di fiducia nei confronti dell'impresa ed è stata definita di conseguenza, da coloro i quali come Steve Jobs hanno saputo renderla una potenza, come "A brand is simply trust."

Si è affermata una forte consapevolezza riguardo la strategicità di questa risorsa ed i relativi benefici che è in grado di apportare se correttamente gestita.

Batey (2015) sostiene che il processo che ha portato la marca ad ottenere tale riconoscimento segue una sorta di percorso logico che si sviluppa anche contestualmente allo sviluppo dell'impresa stessa e segue quindi talvolta le medesime fasi che solitamente un business ben avviato affronta.[118]

Questo ciclo di trasformazione del brand si sviluppa nel tempo sulla base del ruolo che questo elemento si vede attribuire di volta in volta a livello strategico.

Il processo evolutivo della marca porta a stabilire il livello e la capacità della stessa di generare valore per l'organizzazione aziendale.

La funzione per così dire di base che solitamente viene associata al marchio è quella relativa all'informazione che la stessa riesce a fornire al consumatore, inizialmente in maniera limitata

---

117Hakala Ulla, Latti Sonja, Sandberg Birgitta, Operationalising brand heritage and cultural heritage, Journal of product & brand management, 2011.

118Batey Mark, Brand Meaning. Meaning, myth and mystique in today's brands, Routledge, 2015.

ad un determinato prodotto.

Già da questa definizione di base tuttavia è possibile definire in maniera più o meno precisa il valore di un determinato marchio confrontando il prezzo di un determinato prodotto con quello di un altro prodotto privo di brand, in maniera quindi indiretta.

Lo step successivo vede poi l'imporsi della marca come elemento caratterizzato da autonomia e capace di attribuire i propri benefici non solo ad un singolo prodotto ma a tutte le manifestazioni sotto le quali questo brand appare.

Per giungere a questo fenomeno è opportuno che l'impresa sia consapevole che la risorsa che sta gestendo stia diventando autonoma rispetto al prodotto iniziale al quale era inizialmente stata associata.

Infine, nella fase in cui la marca viene ulteriormente caricata di valore, essa finisce per impregnarsi di una funzione comunicativa in grado di sottolineare il ruolo assunto dalla stessa in qualità di vero e proprio driver co-responsabile dello sviluppo e del successo di impresa.

In questa evoluzione è facile notare il passaggio che vede inizialmente la marca come una risorsa interna, circoscritta alla sfera aziendale e strettamente collegata al prodotto, ad una risorsa invece esterna e di mercato, che su di esso riscuote più o meno soddisfacenti consensi e sullo stesso può anche essere scambiata.[119]

L'essere diventata risorsa di mercato non è altro che uno degli indizi che ha portato alla definizione dell'importanza crescente del marchio, che presuppone lo sviluppo di una funzione appositamente originata dal management d'impresa allo scopo della sua gestione.

Per comprendere la rilevanza di un determinato brand potrebbe essere buona prassi inizialmente cercare di capire e collocare lo stesso entro i confini di una delle tre funzioni precedentemente elencate, in modo da avere un'idea del livello di evoluzione da esso raggiunto ed inoltre, per avere un valido punto di partenza nel momento in cui si cerchi di intraprendere una strada volta alla definizione di strategie che mirano al suo ulteriore sviluppo.

Nel momento in cui il marchio diventa poi asset autonomo e come tale viene considerato, secondo il contributo di Tollington (1998), le valutazioni ad esso relative dovrebbero essere

119Per citare una frase di Walter Landor, designer e fondatore di Landor, azienda che si occupa dell'ideazione di marchi con sede a San Francisco: “Products are made in the factory, but brands are created in the mind.”

riportate con l'obiettivo di dedurre più specificatamente il valore che da quella marca scaturisce, attraverso la considerazione di tale asset in un'ottica stand alone, propedeutica anche ed eventualmente nel caso di operazioni di cessione o trasferimento in transazioni nelle quali essa è l'oggetto.[120]

5.4 La valutazione del marchio e la brand value chain

Secondo svariati pareri, come quelli di Cravens e Guilding (1999), si fa risalire alla seconda metà degli anni ottanta uno dei principali momenti in cui si manifesta chiaramente l'inadeguatezza delle metodologie in atto in ambito contabile.[121]

Esse, infatti, non si rivelano capaci di comprendere l'effettivo valore di questo patrimonio immateriale. A conferma di ciò, basti pensare ai risultati di transazioni di mercato avvenute in quegli anni ed aventi ad oggetto compravendite di marchi nelle quali il valore emerso dalle scritture contabili si distacca notevolmente da quello effettivamente sostenuto per il loro acquisto e rappresentato dal prezzo di mercato che risulta considerevolmente maggiore.[122]

Tra le attività che portano valore nell'impresa, come ampiamente affermato nei capitoli precedenti, rientrano infatti anche tutte quelle risorse intangibili che talvolta non vengono nemmeno rappresentate nei bilanci aziendali.

La spiegazione a supporto della fattispecie che prevede il pagamento di somme più elevate rispetto a quelle desumibili dalle risultanze di bilancio viene fatta ricondurre al fatto per cui le modalità con cui vengono valorizzati determinati elementi a livello contabile non siano in grado di manifestare precisamente ed in maniera effettiva il reale valore di alcuni elementi intangibili, in particolare riferendosi ora alla marca. A conferma di questo, come si può notare, vi sono la propensione e la disponibilità da parte di coloro che sono interessati all'acquisto, di

120 Tollington Tony, Separating the brand asset from the goodwill asset, Journal of Product & Brand Management, 1998.

121 Cravens Karen, Guilding Chris, Strategic brand valuation: a cross-functional perspective, Business Horizons, 1999.

122 Secondo quanto affermato infatti da Vicari Salvatore in "Brand Equity, il potenziale generativo della fiducia", Egea, 1995, pagina 125: "Le operazioni più interessanti si concentrano proprio sulle imprese a elevata intensità di risorse immateriali la cui presenza conduce frequentemente al formarsi di prezzi di scambio notevolmente superiori rispetto ai valori fondati sulle stime patrimoniali."

sostenere ed acconsentire al pagamento di importi superiori rispetto a quelli teorici che appaiono nei documenti contabili.

A partire da questa situazione si sviluppano nuovi e diversi indirizzi volti a focalizzare maggiormente l'attenzione sulle attività che si fanno portatrici di capacità aziendali distintive, piuttosto che continuare a limitarsi ai generici asset di impresa, che cominciano ad essere considerati meno fondamentali e determinanti ai fini dell'ottenimento del vantaggio competitivo.

Secondo l'opinione di Raggio e Leone (2009), i value driver relativi alla marca, ossia le potenzialità della stessa che l'impresa può sfruttare, sono fondamentali per raggiungere gli obiettivi di impresa, in particolare quelli di competitività e posizionamento competitivo.[123]

Ciascun marchio, per le modalità con le quali è sorto, con cui si è sviluppato e per il prodotto al quale è abbinato, sviluppa value driver di volta in volta diversi, personalizzati sulla base delle caratteristiche relative a quel determinato brand. Alcuni value driver di marche diverse sono stati individuati da Carlucci e Schiuma (2007) e tra di essi si possono citare a titolo di esempio il know how tecnologico relativo ad un particolare prodotto, il design, il processo di distribuzione e quello di comunicazione.[124]

Il valore della marca è sostenuto anche dal fatto per cui essa sia prima di tutto uno strumento tramite il quale comunicare all'esterno le idee, la storia, la cultura e le decisioni di impresa, rappresentando essa il modo in cui l'impresa stessa si presenta ad un pubblico quale il mercato. D'altra parte la marca concentra attorno a sé anche l'insieme di relazioni ed attributi che il consumatore le ha associato.

Peter ed Olson (1990) predispongono una sorta di schematizzazione relativa all'evoluzione del marchio. A mano a mano che il concetto di marca evolve e si arricchisce di significato, a partire dalla semplice accezione di marca come attributo del prodotto fino ad arrivare alla concezione di marca come vero e proprio fattore critico in grado di produrre valore, aumenta ovviamente di conseguenza anche la complessità relativa alla sua gestione.[125]

123Raggio Randle, Leone Robert, Drivers of brand value in practice and use of brand valuation: introduction to the special issue, Journal of Brand Management, 2009.

124Carlucci Daniela, Schiuma Giovanni, Knowledge assets value creation map: Assessing knowledge assets value drivers using AHP, Expert systems with applications, 2007.

125Peter Paul, Olson Jerry, Consumer Behavior and Marketing Strategy, McGraw-Hill, 1990.

Attraverso lo strumento della brand value chain[126] è possibile studiare le attività immateriali tramite le quali l'impresa è in grado di elaborare le capacità che la rendono performante e le garantiscono sia il vantaggio competitivo che la generazione di valore. Le informazioni ed i dati che alimentano tale strumento possono essere tanto di origine interna (come i costi e gli investimenti) quanto provenire dall'esterno ed essere relativi sia al sistema informativo di marketing (come i benchmark relativi all'efficacia) quanto a quello relativo alla contabilità aziendale (come i benchmark relativi ai costi ed agli investimenti).

Il primo passo è quello di portare la marca ad una fattispecie nella quale essa riesca ad astrarsi dal prodotto fisico sottostante, perché solamente raggiunta questa condizione sarà possibile procedere ad una sua valutazione specifica in maniera separata rispetto al complesso aziendale, etichettandole così un proprio valore.

Lo studio della brand value chain risulta infatti essere indipendente e la sua analisi non inserita nel contesto della catena del valore di impresa.

Essa rappresenta quello strumento che permette di rendere chiaro il significato strategico di cui si circonda la marca, tramite la determinazione dei value driver. Lo studio della brand value chain mira ad orientare le modalità di misurazione del valore del brand, poiché stabilisce quali sono gli elementi da tenere in considerazione relativamente ai sopracitati value driver. Essa inoltre va anche a stabilire quali saranno i dati da considerare per rendere rilevante l'analisi svolta e su quali elementi occorre guardare al fine di ottenere dei risultati utili in termini quantitativi.

I dati contenuti nella brand value chain, inoltre, hanno origine interna, in quanto mirano ad esaminare le modalità in cui il valore viene creato secondo un'ottica aziendale. Nonostante questo, anche le informazioni provenienti dall'esterno sono da considerarsi importanti, basti pensare a tutti i riflessi derivanti e relativi alle strategie messe in atto dai concorrenti.

Al fine di sviluppare uno studio più preciso relativamente ai value driver può essere utile anche trovare nel mercato dei valori di riferimento dai quali prendere spunto per ottenere un confronto e rendere maggiormente rilevanti le valutazioni interne effettuate dall'impresa.

126Secondo quanto affermato da Keller K.L. e Lehmann D.R. in “How do brands create value?”, Marketing management, 2003: “There is a model of brand value creation called the brand value chain, which can help marketers trace the value creation process for their brands and better understand the financial impact of marketing expenditures and investments.”

L'utilizzo di benchmark infatti consente di avere un'idea più precisa circa il proprio posizionamento nei confronti dei competitor.[127]

E' intuibile capire come la natura della brand value chain sia dinamica in quanto permette di stabilire le modalità secondo le quali il valore del marchio evolve del tempo in base al processo di trasformazione che lo investe.

Questa non staticità della catena del valore consente di dare una direzione più efficiente anche alle strategie ed indagini che avranno luogo in seguito, basate su un insieme di conoscenze sviluppate di volta in volta, valutazione dopo valutazione e diventate patrimonio dell'impresa.

Nel tentativo di dare una misura del valore della marca vengono a coniugarsi due distinti momenti inerenti alla valutazione. In primo luogo viene stabilito quanto vale ad oggi la marca e quindi quanto è costato l'investimento volto alla sua creazione. In seguito viene invece determinato il valore che in futuro ed in prospettiva le verrà riconosciuto.

Il valore della marca viene misurato sulla base del vantaggio competitivo che garantisce redditi incrementali e flussi di cassa positivi. Ad essa, in questo caso, deve essere attribuito il riconoscimento per essere in grado di generare questa maggiore capacità contributiva.

Aaker (1996) sostiene che tale riconoscenza, definita come price premium, non è attribuibile a qualsiasi tipologia di marca, ma solamente a quelle che risultano performanti nella realizzazione di risultati aggiuntivi rispetto agli standard dell'impresa, in quanto solo per i prodotti di queste aziende il consumatore è disposto a pagare un prezzo maggiore.[128]

Ai fini della valutazione della marca, come supportato dalla teoria del valore, si fa riferimento ai cash flow, ossia ai flussi di cassa generati dalla stessa.

127Punj Girish, Moon Junyean, Positioning options for achieving brand association: a psychological categorization framework, Journal of Business Research, 2002.

128Aaker David in "Measuring brand equity across products and markets", California management review, 1996, specifica poi: "In measuring price premium or any brand equity indicator, it is useful to segment the market by loyalty. For example, the market might be divided into loyal buyers of a brand, brand switchers, and non-customers. Each group, of course, will have a very different perspective on the equity of the reference brand. Aggregating over loyalty groups will provide a less sensitive measurement and will cloud the strategic interpretation of the brand equity profile. The price premium measure is defined with respect to a competitor or set of competitors who must be clearly specified. A set of competitors is usually preferred for measurement, because the brand equity of a single competitor can decline while the equity of other competitors remains stable. In such a case, using only the declining competitor as a point of comparison would give an erroneous perspective of a brands health."

La brand equity, essendo rappresentata dal complesso di attività e passività che si relazionano in maniera diretta ed immediata con il marchio, considera tali attività e passività in base all'aumento od alla diminuzione che provocano sia nel valore che nelle performance relative al prodotto al quale viene attribuita la marca stessa.

Come dichiarato anche da Ambler e Barwise (1998), ciò che viene preso in considerazione per la valutazione della marca è il flusso di cassa operativo.[129]

Tuttavia, una sua corretta applicazione non è sempre immediata ed ottenibile in quanto per poter determinare in maniera chiara e precisa i flussi di cassa che fanno riferimento esclusivamente alla marca, sia quelli in entrata che quelli in uscita, è necessario che essa venga gestita in maniera autonoma. Questa autonomia a cui si fa riferimento deve riguardare non solamente la sfera operativa, ma anche quella finanziaria. Quest'ultima è infatti rappresentata dai flussi di cassa inerenti la marca, il suo potenziamento ed il suo sviluppo, che da essa scaturiscono a seguito di ulteriori finanziamenti e rimborsi.

Il marchio infatti assume significato diverso in base al tipo di archetipo al quale fa riferimento: archetipo marca vettore, archetipo risorsa business specific, archetipo marca attributo di prodotto.[130]

L'orizzonte temporale sul quale viene predisposta la valutazione dipende dalle motivazioni per le quali tale valore viene calcolato. Nel caso ad esempio di franchising, ha senso una valutazione che tenga conto della durata del contratto sottostante e di conseguenza l'arco di tempo di riferimento risulta essere ben preciso. Un diverso caso riguarda invece tutte quelle misurazioni in cui l'orizzonte temporale di riferimento tende ad essere infinito o, per meglio dire, indefinito. In questo caso si includono tutte le fattispecie riguardanti operazioni di cessione.

Anche se il brand è considerato al pari di un'attività infatti, non presenta le medesime caratteristiche di altri asset tangibili ed intangibili che sono invece soggetti a fenomeni di obsolescenza. L'impiego di tale bene nel tempo infatti non implica un suo depauperamento a livello fisico e tangibile ma, talvolta, prevede addirittura delle fattispecie di carattere opposto, in cui traspare un suo ipotetico potenziale ancora nascosto e non sfruttato.

129Ambler Tim, Barwise Patrick, The trouble with brand valuation, Journal of Brand Management, 1998.

130Zara Claudio, La valutazione della marca: il contributo del brand alla creazione del valore dell'impresa, Etas, 1997.

5.5 Le motivazioni sottostanti alla valutazione

Le motivazioni sottostanti alla valutazione che si rende necessaria nell'ambito del capitale immateriale è da far ricondurre prima di tutto alla determinazione della performance economica al fine di dare una misura del valore di impresa.
Altra occasione in cui si rende necessario calcolare quanto vale un bene immateriale è la sua vendita. In questo caso ciò che interessa non è il valore dell'impresa nel suo complesso, ma solamente quello del marchio ed è quindi necessario che la stima venga effettuata solamente relativamente a quest'ultimo. Inoltre, in alcuni casi, la stima è richiesta proprio per la rappresentazione in bilancio, data la sempre più crescente importanza che questi beni riversano nel contribuire all'incremento del valore aziendale e nel permettere dunque di affinare la veridicità del bilancio stesso.

La valutazione di un bene, soprattutto di quelli avente carattere immateriale, può lasciare margini più o meno ampi di soggettività da parte di colui il quale procede nella stima.

Anche Brugger (1983), nella stesura del proprio "Trattato di finanza", sottolinea infatti le difficoltà che si possono riscontrare in tutte quelle operazioni e procedimenti posti in essere nei processi che sorgono allo scopo di effettuare valutazioni di impresa.[131]

Colui che effettua la valutazione deve quindi garantire ed assicurare che tutte le procedure volte alla misurazione e determinazione di tale valore siano state eseguite in maniera rigorosa e metodologica. Coloro i quali sono interessati infatti nell'apprendere quantitativamente in che misura viene valorizzato il marchio in questione devono essere certi che lo studio su di esso effettuato e le rilevazioni a cui si è giunti non siano arbitrarie o derivanti da analisi dal carattere soggettivo.

Tuttavia, una sorta di soggettività è presente, più che sull'analisi di colui che è chiamato a valutare il marchio in questione, a livello di trattative relative alle negoziazioni tra le parti che ad esso sono interessate.

Per diverso tempo le risorse immateriali sono state etichettate come sprovviste di unicità ed individualità[132] e, per questo motivo, ricomprese nel concetto più ampio di avviamento. Secondo quanto sostenuto da Ferrero (1966), il calcolo di quest'ultimo avveniva o in maniera

131Brugger Gualtiero, Trattato di finanza aziendale, Franco Angeli, 1983.

132Brusaterra Michele, Perizie di stima, Giuffrè Editore, 2012.

diretta tramite l'attualizzazione dei maggiori redditi futuri che ci si aspettava di generare, oppure in maniera indiretta attraverso il differenziale tra l'effettivo valore di impresa ed il patrimonio netto rettificato, attraverso la considerazione di due configurazioni diverse del capitale di impresa (quella relativa al valore economico del capitale e quella relativa al capitale di funzionamento).[133]

Col tempo però tale elemento è stato ridimensionato relativamente al suo contenuto, non più onnicomprensivo, ma considerante solamente tutta quella serie di capacità e competenze che caratterizzano un'impresa già avviata nei confronti di una appena sorta.

I beni immateriali che sono dunque esclusi dal concetto di avviamento sono quelli che danno luogo, o che hanno dato luogo in passato, a flussi di investimenti, quelli che danno luogo, o che daranno luogo, a flussi di cassa futuri e quelli che possono essere ceduti separatamente rispetto al complesso aziendale.[134]

Altre metodologie utilizzate per la valutazione della marca, oltre a quella relativa ai cash flow, sono quelle basate sul criterio del costo e sui metodi reddituali.

I primi puntano a dare una misura relativa all'ipotetico costo che l'impresa dovrebbe sopportare ad oggi al fine di ottenere un marchio con caratteristiche identiche a quelle di quello che sta valutando, escludendo l'idea di una sua acquisizione nel mercato.

Il principale vantaggio di questo metodo è relativo alla sua semplicità. D'altra parte tuttavia, l'impiego di dati storici pone la sua ottica sul passato e sui costi precedentemente e storicamente sostenuti, e non garantisce comunque l'effettiva riproduzione di un marchio avente davvero caratteristiche così simili rispetto a quelle di quello in questione. Il metodo del costo inoltre non dà informazioni sui benefici e vantaggi futuri che derivano dal possesso di un bene di questo genere.[135] Inoltre, esso dovrebbe essere apprezzato facendo riferimento alla

---

133Ferrero Giovanni, La valutazione del capitale d'impresa, Giuffrè Editore, 1966.

134Zara Claudio, La valutazione della marca: il contributo del brand alla creazione del valore dell'impresa, Etas, 1997.

135Il concetto relativo ai cosidetti benefici economici futuri viene considerato anche da Abeysekera Indra, in "Does the classification of intangibles matter?", Advances in Accounting, 2016, pagina 135, che sostiene quanto segue: "Many research studies show that firms investing in intangibles such as brands and staff increase productivity. However, firms often disclose about these intangibles with narratives and visuals inannual reports and other public documents. For instance, a firm can make comments about its brands, and how it serves consumers by consistently meeting their expectations. Brands are a source of competitive advantage to sell products and services across geographies. Many studies have shown that intangibles such as

capacità di attrazione della clientela piuttosto che in base alla capitalizzazione delle relative spese per il suo sviluppo.

L'utilizzo di tale approccio dunque viene consigliato limitatamente ad alcune situazioni.

Passando poi all'analisi dei metodi reddituali e finanziari, questi sono due approcci che fondano il proprio funzionamento sulla considerazione per cui il valore di un asset intangibile derivi dagli utili o dai flussi di cassa futuri che saranno a disposizione di colui il quale ha a disposizione il bene stesso.[136] Una volta stabilito il valore di questi flussi, lo step successivo riguarda la loro attualizzazione attraverso un corretto tasso con lo scopo di rendere appunto attuale il valore che si sta cercando.

Secondo quanto detto fino a questo momento, data la capacità del marchio, e di altri asset intangibili, di produrre benefici futuri, è facile applicare tali approcci anche in questa fattispecie.

L'unica particolarità relativa a questi metodi è la classica attenzione nella determinazione di tutti i componenti dell'operazione: la quantificazione del flusso, la decisione del tasso per attualizzarlo e quella relativa invece all'orizzonte temporale da considerare ai fini del calcolo.

A seconda del soggetto verso cui è rivolta la valutazione, sia esso compratore o venditore ad esempio, essa deve essere calata nel relativo contesto.

Nella sfera relativa alla gestione finanziaria della marca, per quanto essa possa considerarsi indipendente ed autonoma rispetto al complesso aziendale nel suo insieme, risulta comunque non immediato determinare quali siano le fonti di finanziamento che vanno nello specifico a riferirsi ad essa. La stessa problematica sorge, di conseguenza, anche per quanto riguarda quindi il calcolo degli oneri finanziari collegati al finanziamento.

Nel momento in cui invece si prende in considerazione l'approccio reddituale, capita in determinate fattispecie, che i risultati ottenuti da questo metodo non si discostino di molto rispetto a quelli ricavabili dall'applicazione dei metodi finanziari.

Tuttavia attraverso l'approccio reddituale, la configurazione di reddito che deve essere adottata si allontana dal valore preso in considerazione invece dall'approccio finanziario, mentre lo stesso non si può dire per i ragionamenti che riguardano sia l'orizzonte temporale

---

brands contain future economic benefits."

136Murphy John, Brand Strategy, Prentice Hall, 1990.

della valutazione, sia il tasso adottato nelle operazioni.

La nozione di reddito utilizzata nelle stime reddituali riguarda il reddito differenziale, poiché il vero beneficio che deriva dal marchio viene fatto coincidere con la differenza di prezzo che caratterizza un prodotto unbranded con uno branded.[137]

I risultati ottenuti devono in ogni caso essere corretti in modo da dare rilievo al fatto per cui ad esempio i costi relativi ai prodotti con marchio si rivelano ovviamente maggiori per gli investimenti in pubblicità che li caratterizzano.

Ciò che distingue i due approcci invece riguarda tutti quegli investimenti futuri volti a permettere lo sviluppo del brand, i quali vengono contemplati solamente nel momento in cui si procede con l'applicazione del metodo finanziario.

Ciò che preme sottolineare è che l'utilizzo di metodi finanziari e reddituali permette di esplorare la dimensione del valore del brand oggetto di stima, cosa che invece non accade se vengono utilizzati i metodi patrimoniali, i quali, basandosi esclusivamente sul concetto di costo e sui dati storici relativi a spese già sostenute, non consentono di esprimere il vantaggio derivante dai benefici futuri che si possono trarre dal bene immateriale che si vuole valutare.

Il valore di quest'ultimo infatti è meglio espresso dall'utilità che in un'ottica prospettica questo asset può apportare all'impresa piuttosto che dai costi sostenuti per il suo sviluppo.

Ecco perché sia i flussi di cassa fruibili sia i redditi derivanti direttamente dal marchio sono considerati frutti capaci di rappresentarne il valore.

Le stime che devono essere svolte nei calcoli relativi a questi due approcci, se confrontate con le operazioni poste in essere tramite i metodi patrimoniali, presentano un carattere più articolato per quanto riguarda il lavoro che è chiamato a svolgere colui il quale deve effettuare questa valutazione.

Nel caso dell'approccio patrimoniale infatti non viene prevista nemmeno la considerazione relativa alle valutazioni riguardanti la sfera strategica della pianificazione dell'attività di impresa.

Al contrario invece, come già sottolineato, se si utilizzano le altre due metodologie, ai fini della predisposizione dei flussi di cassa o di reddito, è indispensabile inserire anche altri elementi in tali valutazioni, in modo che questi permettano di tenere in considerazione anche

137Bruni Massimiliano, La crescita nelle aziende di marca, Egea, 2008.

le performance del marchio così da sottolineare appunto i vantaggi che esso saprà generare.
Tuttavia, anche se questi ultimi due approcci sembrano essere preferibili, è opportuno considerare che la focalizzazione sui risultati prospettici e sulle potenzialità del marchio espone la valutazione a rischi circa l'effettivo manifestarsi di tali risultati.
Questa osservazione spiega il grado di soggettività che circonda le valutazioni effettuate con i metodi reddituali e finanziari.[138]
Colui che procede alla valutazione infatti si incarica anche della predisposizione di previsioni che non sempre si rivelano essere corrette.
Per quanto riguarda invece l'orientamento al mercato, a differenza degli asset materiali, per quelli intangibili è molto complesso riuscire a trovare, sul mercato appunto, un loro potenziale sostituto od anche solo un bene che possa essere facilmente confrontato con esso. Questo perché ciò che porta allo sviluppo di un bene immateriale lo rende pressoché unico nel suo genere, imperniato di tutta una serie di caratteristiche che sono difficili da imitare od anche solo da paragonare con quelle di un altro ritenuto di simile livello. A causa della specificità infatti che caratterizza gli intangibles, il mercato relativo alle risorse immateriali non permette confronti come accade invece in quello in cui avvengono transazioni di beni materiali dotati di fisicità. I prezzi e le stime che scaturiscono dunque dall'approccio che si basa sul mercato vengono considerati più che altro, o dei valori in grado di dare una qualche indicazione ed informazione, o dei parametri da tenere in considerazione a valutazione eseguita, come valori di controllo da paragonare appunto a quello prodotto utilizzando uno degli altri metodi precedentemente discussi.
Se da un lato il complesso di beni tangibili consente all'impresa un determinato successo nel proprio business, il valore raggiunto dagli intangibili sottolinea invece il posizionamento che l'impresa stessa è stata in grado di raggiungere.
Il vantaggio competitivo che un bene immateriale come ad esempio un marchio è in grado di generare per l'impresa, lo rende con sempre più frequenza oggetto di transazioni economiche volte al tentativo di una sua acquisizione da parte di competitor od anche solo di altri soggetti interessati a fruire dei benefici che da esso possono scaturire.
Al fine dunque di supportare tale vantaggio competitivo, l'impresa trova conveniente

138Come infatti sostenuto anche da Guatri Luigi e Bini Mauro in "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", EGEA, 2011, pagina 3: "I prezzi sono espressi dai mercati; i valori sono grandezze stimate a mezzo della previsione dei flussi attesi e dell'apprezzamento dei rischi (e quindi dei tassi): sono perciò in buona parte opinioni, frutto di un processo più complesso."

monitorare come l'immagine aziendale si presenti nei confronti del mercato ed i mutamenti da essa subiti nel corso del tempo, in modo da ottenere un confronto che permetta una valutazione circa l'andamento di tale asset.

Per fare questo è necessario ed ovviamente imprescindibile che venga considerata la customer satisfaction.

Questa esigenza viene evidenziata anche da Vicari (1995), il quale sottolinea infatti come "moltissime imprese misurano periodicamente il grado di soddisfazione della clientela (…) ed un numero elevato di imprese, allo scopo di prevenire problemi di immagine, da cui potrebbero derivare rischi per la sopravvivenza aziendale, rileva con cadenza frequente il livello dell'immagine e le variazioni rispetto all'anno precedente."[139]

139Vicari Salvatore, Brand Equity: il potenziale generativo della fiducia, 1995, Egea, pagina 45.

CAPITOLO 6

LE RELAZIONI DI IMPRESA

6.1 Customer satisfaction

Come sostenuto nel capitolo precedente, che si è focalizzato sul marchio, nel moderno sistema economico la competitività delle imprese dipende sempre più dal capitale immateriale posseduto da queste ultime.

Rientrano nel patrimonio intangibile proprio dell'impresa sia le risorse di fiducia, come appunto l'immagine di cui la stessa gode nei confronti del mercato, sia quelle inerenti la fedeltà del cliente e la relazione con esso.

Tali elementi vengono etichettati come fonti del cosiddetto "invisible advantage".[140]

Tutte queste risorse si fondano sulle percezioni proprie del cliente, ossia sul suo sistema cognitivo, il quale gli consente di formulare proprie idee attraverso un processo di conoscenza.

Esse sono inoltre legate alle capacità sviluppate dall'impresa nel tentativo di incrementare la soddisfazione del cliente stesso.[141]

Come Brugger, anche Levitt (1960) è un sostenitore del fatto per cui "la soddisfazione del cliente è lo scopo ultimo di ogni impresa."[142]
Anche la customer satisfaction quindi, come evidenziato in chiusura del capitolo precedente, rientra tra i fattori da tenere in considerazione prima di tutto allo scopo di capire quali siano le determinanti ed il valore del marchio ma, a livello più ampio e generale, anche al fine di esaminarne il contributo nella creazione di valore a livello globale di impresa.[143]

140Low Johnatan, Cohen Pam, Invisible advantage: How intangibles are driving business performance, Perseus Publishing, 2003.

141Sicoli Graziella, Un'analisi delle relazioni tra creazione di valore e gestione aziendale, 2008.

142Levitt Theodore, Marketing Myopia, Harvard Business Review, 1960.

143Precisano alcuni autori come il valore di impresa derivi per gran parte dalla qualità delle relazioni con il mercato e dunque dalla customer equity. Rust Roland, Lemon Catherine e Zeithaml Valarie, Return of marketing: using customer equity to focus marketing strategy, Journal of Marketing, 2000.

In modo particolare infatti, la customer satisfaction si configura come una risorsa strategica, avente come obiettivo quello di partecipare nei calcoli e procedimenti volti a sottolineare in che modo si è evoluto il patrimonio immateriale aziendale e qual è la sua composizione.
Oltre alla soddisfazione del cliente, vi sono poi altri elementi che svolgono il ruolo appena descritto e che ad essa si accompagnano per indirizzare l'attività di impresa verso il medesimo fine. Tra questi, rientrano anche le risorse di fiducia (sia interne e rivolte all'organizzazione aziendale, che esterne ed indirizzate al mercato), ed il grado di fedeltà della clientela.
"I più recenti sviluppi nella teoria dell'impresa (riuniti nella prospettiva resource-based) inducono a ipotizzare che l'orientamento alla soddisfazione del cliente nell'impresa moderna assuma il ruolo di linguaggio selettivo dei comportamenti più idonei ad accrescere le risorse immateriali fondate sulle relazioni."[144]
Da quanto appena riportato infatti si può percepire come l'interessamento nella customer satisfaction apra varie possibilità per l'impresa, come ad esempio quella di far convogliare la clientela all'interno di alcuni processi aziendali consentendo un confronto immediato tra la sfera coincidente con il lato del consumatore da un lato e la funzione di produzione dall'altro.
I legami che si instaurano dallo sviluppo della soddisfazione del cliente inoltre, rendono più forti le relazioni che si creano e si diffondono all'interno dell'organizzazione aziendale stessa, permettendo di sviluppare un indirizzo comune nell'operare di impresa.
Secondo Patel e Pavitt (1991)[145] inoltre, esiste una correlazione immediata tra il livello di customer satisfaction da un lato ed i risultati di impresa dall'altro, relativamente sia alla quota di mercato che al ritorno del capitale che l'impresa ha investito.
Busacca (1994)[146] evidenzia che ci sono diversi aspetti che devono essere presi in considerazione nell'analisi della customer satisfaction.

Una prima dimensione che occorre valutare riguarda il sistema percettivo della sfera cognitiva del consumatore. Si rende necessaria in questo caso la predisposizione di uno schema che consenta di stabilire quali sono gli ostacoli che limitano il raggiungimento dell'effetto di soddisfazione della clientela desiderato. A partire da tale modello è poi possibile procedere nella determinazione delle risorse di fiducia che devono essere sviluppate allo scopo di incrementare questa soddisfazione.

144Sicoli Graziella, Un'analisi delle relazioni tra creazione di valore e gestione aziendale, 2008.

145Patel Pari, Pavitt Keith, Large firms in the production of the world's technology, Journal of International Business Studies, 1991.

146Busacca Bruno, Le risorse di fiducia dell'impresa, Utet, 1995.

Ulteriore aspetto da tenere monitorato è quello relativo agli asset intangibili che si fondano sul sistema di relazioni avviate con il mercato, in modo particolare nei confronti dei soggetti verso i quali l'impresa ha intenzione di rivolgere la propria offerta, i quali formano la cosiddetta domanda obiettivo.

La terza dimensione che rientra nella sfera di studio della customer satisfaction è quella che riguarda l'organizzazione della funzione marketing, costituita al fine di sfruttare al meglio le capacità di impresa per la realizzazione di valide strategie volte alla soddisfazione della clientela.

Oltre all'ampliamento dei mercati e delle tecnologie produttive, il contesto economico in continuo sviluppo ha contribuito, da un lato, a rendere il ciclo di vita dei prodotti sempre più ridotto e, dall'altro, a frammentare ancora maggiormente la domanda di mercato, contraddistinta da attese sempre più diversificate e varie allo scopo di poter portare al soddisfacimento di bisogni che si rivelano essere tra i più svariati e caratteristici.

La reattività al cambiamento del mercato si riflette nella velocità con la quale devono essere riadattate le strategie di impresa per consentire a quest'ultima di rimanere performante nello svolgimento delle attività relative al suo core business.

La capacità dell'impresa di adattarsi al contesto nel quale si circonda rappresenta ovviamente un vantaggio nel suo procedere alla ricerca di modalità tramite cui creare valore.

Le opportunità che derivano da un ambiente tanto vasto e dinamico possono essere colte tuttavia solamente dalle imprese che, di fronte ad esso, si rivelano capaci di attivare strategie caratterizzate da flessibilità e reattività.

Non potendo cambiare quello che è il carattere esigente del mercato, l'efficacia dell'attività di impresa comincia a dipendere solamente dallo sfruttamento delle risorse interne che essa è in grado di gestire, risorse altrettanto versatili ed in grado di confrontarsi con la dinamicità della domanda.

Per non lasciarsi travolgere da quest'ultima, ciò su cui l'impresa può fare affidamento è tutta quella serie di elementi che le permettono di rispondere alle richieste specifiche del consumatore in maniera tempestiva.

Tra questi, più che i beni fisici a disposizione dell'impresa, rientrano fattori come la creatività, l'apporto di idee derivante dal capitale umano e la collaborazione di quest'ultimo su tutti i

livelli, soprattutto per quanto riguarda la determinazione dei processi critici nella creazione di valore.

Per rispondere ad una domanda così varia, occorre che anche l'impresa si circondi di risorse in grado di procurare altrettanta varietà in termini di offerta proposta.

Da questo stretto legame, che prevede di interfacciarsi direttamente con il mercato, è facilmente dimostrabile dunque la semplicità della circostanza che fa rientrare anche i rapporti con i clienti tra i driver da considerare nel successo delle relazioni con gli stessi.

Essi quindi sono considerati parte dell'organizzazione in quanto sfruttati per il contributo che apportano nei processi di impresa.

Il coinvolgimento della clientela rappresenta un elemento che contribuisce ai processi di creazione di fiducia grazie alla quantità di informazioni che da tale categoria di soggetti si può ricavare.

Dunque, anche se non fisicamente inseriti in un contesto aziendale o nei processi interni di impresa, si può considerare il cliente come componente e parte integrante della stessa, e le relazioni con esso una delle risorse rientranti nel patrimonio di impresa.

Non è perciò considerato contraddittorio valutare anche l'attenzione nei confronti della clientela nel momento in cui si va ad analizzare le risorse interne dell'impresa.

Busacca (1994) definisce infatti la comunicazione con il mercato come il "collante" dell'organizzazione di impresa.[147]

Grazie alla gestione delle relazioni con il cliente infatti, l'impresa riesce a sopportare la competitività e gli ostacoli che deve fronteggiare nei confronti della concorrenza.

Barney (1997) pertanto afferma che "l'ambiente competitivo non è la sola determinante del profitto potenziale di un'azienda" in quanto esso deriva anche da ulteriori fattori ed elementi che non devono venire tralasciati.[148]

In questo modo dunque il valore delle relazioni e della soddisfazione del cliente non viene più sottovalutato in quanto relativo a fattori estranei all'organizzazione interna di impresa, ma viene fatto rientrare nei confini aziendali, ponendosi al pari di altre risorse direttamente gestite. Il rafforzamento delle relazioni contribuisce dunque a sua volta nell'incremento del

147Busacca Bruno, Le risorse di fiducia dell'impresa, Utet, 1995, pagina 39.

148Barney Jay, Gaining and sustaining competitive advantage, Addison-Wesley Publishing Company, 1997.

valore dell'impresa stessa, smettendo di attribuire al cliente un ruolo estraneo ai processi che creano valore.

Autori come Fournier, Dobscha e Mick (2001) addirittura suggeriscono l'importanza nel considerare il punto di vista del consumatore. "Caught up in our enthusiasm for our information gathering capabilities and for the potential opportuinities that long term engagements with customers hold, is it possible that we have forgotten that relationships take two? Is it possible that we haven't looked close enough to see that the consumer is not necessarily a willing participant in our relationship mission?"[149]

Per percepire e valutare correttamente il valore dell'impresa occorre dunque concentrare l'attenzione anche sulla soddisfazione del cliente.

"It is important when we use terms like satisfaction and value that we realize they are similar. It is equally important, however, to realize they are not the same. Value occurs as a consequence of use. It can be perceived by the consumer of a product or a service, but not appreciated until that product or service is experienced. Until experienced, a product – and especially a service – is only a promise of something that may or may not occur in the future!"[150]

Ciò che caratterizza un'impresa per essere più o meno in grado di far avvicinare il mercato al proprio prodotto dipende dalle modalità con le quali il mercato stesso valuta ciò che l'impresa offre.

Le decisioni del consumatore derivano dalla relativa esperienza di consumo.[151]

Il cliente infatti valuta l'utilità che un determinato bene è in grado di apportare nella propria sfera dei bisogni e confronta la soddisfazione che da questa esperienza trae con quella che si aspettava.

149Fournier Susan, Dobscha Susan, Mick David, Harvard Business Review on Customer Relationship Management, Harvard Business School Press, 2001, pagina 136.

150Schneider Mitch, Total customer relationship management, Thomson Delmar Learning, 2003, pagina 51.

151Poiché le esperienze di consumo hanno carattere individuale e soggettivo, anche la soddisfazione del cliente è legata alla condizione e situazione che investe quest'ultimo in un determinato momento. Tenendo in considerazione quando appena detto, Giese e Cote hanno specificato la definizione di customer satisfaction che segue: "A summary affective response of varying intensity, with a time-specific point of determination and limited duration, directed toward focal aspects of product acquisition and/or consumption." Giele Joan, Cote Joseph, Defining customer satisfaction, Academy of Marketing Science Review, 2000.

Da questo ragionamento si evidenzia la correlazione che lega il vantaggio competitivo ottenuto dall'impresa nei confronti dei competitor[152] con le attese del mercato, il quale mostra la propria preferenza per i prodotti di uno solamente tra questi soggetti.

Al fine di raggiungere dunque questo maggior livello di competitività per ottenere un posizionamento strategico, l'impresa deve necessariamente agire su tutte le variabili a disposizione attivando strategie volte a migliorare le relazioni con la clientela allo scopo di incrementarne la soddisfazione.

Una volta che il valore di impresa risulta incrementato da risorse quali la fedeltà, l'immagine ed il livello di relazioni, esso contribuisce a rendere a sua volta più stabili queste risorse, rafforzando così il patrimonio intangibile di impresa.

Affinché venga impostata e seguita una strategia volta all'orientamento della soddisfazione del cliente, occorre che vengano prima di tutto presi in considerazione e capiti tutti quei processi insiti nella mente del consumatore che lo spingono ad effettuare le proprie scelte di consumo e che finiscono quindi per stabilire il grado di fiducia rispetto al quale esso si pone.

Inoltre, deve essere predisposto uno schema che abbia come primo obiettivo quello di definire quali sono gli elementi che impediscono il pieno raggiungimento del fine di soddisfazione della clientela, e come secondo obiettivo quello di impostare strategie volte all'eliminazione delle cause che non permettono il suo pieno sviluppo.

Anche secondo Zappa (1927) la soddisfazione della domanda è diventato un argomento attuale, doveroso da considerare nel tentativo di studio “delle condizioni di esistenza e delle manifestazioni di vita delle aziende."[153]

A sua volta Vicari (1992)[154] ribadisce che le performance raggiunte dall'impresa non derivano dalla bravura dell'organizzazione nel gestire le competenze possedute, quanto piuttosto dall'abilità nell'accrescere il patrimonio intangibile dell'impresa e dunque le risorse immateriali, in particolare quelle, come appena visto, relative al capitale relazionale.

Secondo la resource based view infatti, l'orientamento che si fonda sulla soddisfazione del

---

152Sottolinea Grant Robert in “L'analisi strategica per le decisioni aziendali”, Il Mulino, 1991, pagina 218, come un'impresa goda di vantaggio competitivo nella situazione i cui la sua redditività sia maggiore di quella raggiunta dai competitor.

153Zappa Gino, Tendenze nuove negli studi di ragioneria, Istituto Editoriale Scientifico, 1927, pagina 30.

154Vicari Salvatore, Risorse aziendali e funzionamento di impresa, Finanza, Marketing e Produzione, 1992.

cliente deve tenere in considerazione non solo il processo destinato alla creazione di valore economico, ma anche il concetto di comunicazione in qualità di driver nella creazione di legami all'interno dell'organizzazione.

L'incremento della soddisfazione del cliente infatti ha come conseguenza logica l'ampliamento della rete di legami instaurati dall'impresa nei confronti dei clienti stessi. Tali relazioni si basano sulla fiducia dei rapporti tra impresa da un lato ed i portatori di interesse dall'altro.

La customer satisfaction, come visto fino a questo momento, contribuisce dunque anche all'incremento delle potenzialità di crescita del capitale economico.

L'attitudine ad incrementare la customer satisfaction diventa fondamentale nel momento in cui vengono stabilite le capacità dell'impresa nell'ottenimento di posizioni competitive che le permettono di sopravvivere e risultare performante in un'ottica di lungo periodo, nonché di alimentare il processo volto a creare valore aziendale.

Al fine di sviluppare il livello di soddisfazione percepito dal cliente devono essere monitorati vari aspetti, i quali, solo se indirizzati verso il medesimo fine, consentono di giungere al grado di customer satisfaction desiderato.

Questi elementi riguardano prima di tutto gli obiettivi che nella mente dei manager erano stati prefissati e poi, quelli che il personale operativo ha fatto propri, condiviso e supportato.

Nel caso in cui incorrano degli scostamenti tra questi intenti, tale situazione influenza in maniera negativa le potenzialità di soddisfacimento dei bisogni da parte dell'impresa.

Le modalità con cui le funzioni di domanda ed offerta si sviluppano in relazione l'una con l'altra sottolineano quanto sia centrale l'ambito della soddisfazione del cliente.

I principali punti critici di quest'ultima sono legati prima di tutto all'aumento delle spinte concorrenziali di mercato ed al rafforzamento di diverse fonti ad origine del vantaggio competitivo.

Altri fattori vengono poi ricondotti al lato della domanda ed alle sue trasformazioni nelle richieste di prodotti sempre più tecnologici e complessi.

L'altalenante rapporto che lega domanda ed offerta necessita di essere tenuto monitorato in quanto il successo e la capacità dell'impresa di spiccare nei confronti dei concorrenti sarà

tanto maggiore quanto l'impresa sarà in grado di intraprendere determinate strategie.

Queste ultime possono ad esempio riguardare la capacità dell'impresa di rendere disponibile ciò che chiede il mercato con anticipo rispetto ai competitor, ma anche prima che tale necessità provenga dal mercato stesso.

Ancora, l'irregolare rapporto domanda-offerta rappresenta una sfida per l'impresa, la quale, nel caso in cui riuscisse a gestirla, sarebbe in grado di affrontare una delle più grandi sfide relative all'adattamento alla dinamicità del mercato.[155]

6.2 I gap nei vari concetti di soddisfazione del cliente

Nell'orientare la strategia verso l'obiettivo di soddisfazione del cliente, sono da considerare due fattori fondamentali.

Il primo riguarda la messa in funzione di tutti quei processi cognitivi che si manifestano appunto nella sfera psicologica del consumatore e che sono alla base della generazione della fiducia nei confronti dell'impresa.

In secondo luogo assume importanza anche la dedizione del capitale umano di impresa nell'attivare una condotta che sia indirizzata ad una corretta gestione del sempre più articolato rapporto che si sviluppa tra domanda ed offerta.

Tra le strategie improntate al fine di incrementare la customer satisfaction, vi sono quelle che si basano sulla risoluzione di problematiche aventi a che fare con gli scostamenti che si manifestano tra i diversi livelli e gradi di soddisfazione che si possono configurare sia dal punto di vista del cliente sia da quello dell'impresa.

Busacca (1994) evidenzia in particolare cinque diverse fattispecie di “soddisfazione” elencandole e classificandole come soddisfazione pianificata, desiderata, percepita, recepita

155Sottolinea Valdani Enrico, in "Marketing strategico: gestire il mercato per affermare il vantaggio competitivo", Etas, 1986, come il cambiamento da un contesto statico ad un ambiente più dinamico sia stato considerato uno dei principali risvolti che hanno portato alla sostituzione della pianificazione a lungo termine con una caratterizzata da maggiore versatilità. Secondo l'autore infatti, l'attuazione di una gestione che permettesse di adattarsi in maniera rapida a tale dinamicità diventava imprescindibile se l'impresa voleva tentare di anticipare gli indirizzi in atto.

ed offerta.[156]

Vi sono dunque strategie che si basano sulla risoluzione delle differenze che si manifestano sui sopra citati concetti di soddisfazione. A questo scopo si sviluppa l'impegno da parte dell'impresa di, ad esempio, risolvere i disallineamenti tra il livello di soddisfazione che il consumatore si aspetta e quello che, nella realtà, esso percepisce. Sempre con lo stesso obiettivo dunque, l'intenzione dell'impresa si indirizza anche ad esempio nell'impegno ad interpretare al meglio quali siano le effettive richieste ed esigenze della clientela.

Gli scostamenti che portano all'affermarsi di valori diversi relativamente ai vari livelli di soddisfazione presi in considerazione sono denominati gap.[157]

Nel caso in cui la soddisfazione che il consumatore ritiene di aver ottenuto non coincida con quella che tale soggetto si aspettava, si è in presenza di un gap di valore.

Nell'appurare tale condizione, l'impresa deve adoperarsi per ottenere nuovamente il posizionamento strategico che le permette di ri-allinearsi con quanto richiesto dal mercato.

Le principali cause di questo scostamento sono da ricondurre prima di tutto ad una inefficiente comunicazione con il mercato, che non consente all'impresa di stabilire ciò che effettivamente da esso viene richiesto.

Inoltre, anche la presenza di una concorrenza in grado di superare l'offerta dell'impresa in questione, svolge un ruolo non indifferente nella crescita di tale gap.

Una tra le cause dell'incapacità nel sostenere tale confronto con i competitor può anche derivare da una inadeguatezza e scarsità di risorse impiegate dall'impresa, siano esse di origine materiale od immateriale.

Un ulteriore scostamento che può presentarsi in ambito di soddisfazione della clientela è quello che investe la soddisfazione percepita dal consumatore da un lato e quella misurabile in maniera oggettiva e che scaturisce dal prodotto in sé.

Questo gap di percezione è una delle cause principali che portano a rovinare l'immagine di cui l'impresa gode verso il pubblico, in quanto i prodotti che da essa derivano, non venendo

156Busacca Bruno, Le risorse di fiducia dell'impresa, Utet, 1994, pagina 166.

157Il modello che pone l'ottica su tali gap e che si pone come obiettivo quello di analizzare a valutare tali scostamenti prende il nome di Gap Analysis Model, ed è stato sviluppato da Parasuraman Parsu, Berry Leonard e Zeithaml Valarie in "A conceptual model of service quality and its implication for future research", Journal of Marketing, 1985.

considerati capaci di soddisfare le aspettative della clientela, portano ad una conseguente riduzione della fiducia nell'impresa.[158]

Ovviamente al fine di ridurre tale scostamento, l'impresa deve conoscere i procedimenti mentali che spingono il consumatore a fare determinate valutazioni circa il prodotto. Solo in questo modo infatti essa potrà adattare le caratteristiche di quanto offre in modo da allinearle con quanto il cliente si aspetta.

Le cause dunque che portano a questo fenomeno sono proprio da ricondurre ad una scarsa attenzione verso la sfera cognitiva del consumatore che ne caratterizza le abitudini di consumo.

Degno di attenzione è anche lo scostamento che si manifesta tra il grado di soddisfazione che l'impresa ha progettato di offrire e quello invece voluto dal cliente.

L'impresa infatti pianifica, dopo attente ricerche di mercato, soluzioni in grado di risolvere problemi o venire incontro a richieste che ancora non sono state accontentate.

Tuttavia, la dinamicità del mercato richiede un continuo adattamento da parte delle imprese nella proposta di risposte innovative agli stimoli che continuamente arrivano da parte dei consumatori. Una mancata flessibilità[159] di rielaborazione di tali spinte ed informazioni da parte del mercato sono la causa del cosiddetto gap di sintonia che si innesca tra domanda ed offerta.

Non sempre inoltre, ciò che l'impresa ha progettato coincide con ciò che poi invece viene offerto. La conseguenza di questo è rappresentata invece dal cosiddetto gap di progettazione e si manifesta nel momento in cui, nel corso del processo volto alla realizzazione del prodotto, si presenta il problema di una carenza di determinate risorse senza le quali risulta impossibile per l'impresa mantenere gli standard che si era prefissata e che aveva promesso.

A livello più generale possono anche svilupparsi scostamenti che di per sé non dovrebbero

---

158È onere dell'impresa infatti porre le basi per l'attuazione di una corretta corrispondenza tra la condotta tenuta dall'organizzazione aziendale da una parte e l'immagine che essa vuole venga diffusa dall'altra. Fiocca Renato, Corvi Elisabetta, Comunicazione e valore nelle relazioni d'impresa, Egea, 1996, pagina 59.

159Se da un lato la flessibilità dell'impresa incontra riscontro positivo sul mercato, reciprocamente anche i rapporti sostenibili e basati sulla collaborazione fomentano a loro volta la velocità di reazione dell'impresa rendendola anche maggiormente efficace. Costabile Michele, Il capitale relazionale, McGraw-Hill, 2001, pagina 41.

presentarsi in quanto facilmente risolvibili nel momento in cui tutta l'organizzazione aziendale si impegna verso il medesimo obiettivo di soddisfazione della clientela.

Tuttavia, nel caso in cui questo fine non venga ampiamente condiviso in tutte le aree e funzioni aziendali, è inevitabile che possano configurarsi anche disallineamenti di natura organizzativa appunto.[160]

E' interessante evidenziare il parere di Varaldo e Guido (1997), i quali propongono di considerare il cliente non come destinatario dell'offerta dell'impresa, ma come prodotto stesso. Sostengono infatti gli autori come sia profittevole generare "clienti di qualità, cioè clienti soddisfatti secondo parametri che l'impresa stessa contribuisce a stabilire."[161]

Tutte le informazioni raccolte relative alla customer satisfaction sono rilevanti principalmente per il contributo che, grazie ad esse, viene messo a disposizione e sfruttato al fine di elaborare scelte di marketing sia di natura strategica sia di natura non strategica.

Nel primo caso infatti, tutti i dati raccolti in ambito di soddisfazione della clientela possono essere sfruttati dall'impresa sia allo scopo di espandere l'offerta proposta con nuovi prodotti sia per predisporre strategie indirizzate alla salvaguardia del vantaggio competitivo nei confronti dei competitor.

Si tratta dunque in questo caso di decisioni poste in essere allo scopo di tutelare e favorire il progresso dell'impresa.

Nella seconda fattispecie invece, le informazioni sulla customer satisfaction consentono di amministrare l'offerta proposta dall'impresa secondo vari punti di vista che riguardano, ad esempio, la determinazione dei modelli di riferimento relativi alla qualità del prodotto oppure il loro consolidamento o la loro differenziazione.

Secondo quanto appena osservato, è immediato sostenere come l'informativa relativa alla soddisfazione della clientela si impregni di una critica rilevanza in materia di pianificazione, soprattutto per i risvolti che può causare appunto in sede di predisposizione della strategia rivolta al mercato.

La fiducia che si sviluppa a partire dalla customer satisfaction rappresenta una risorsa

---

160 Valdani Enrico, Busacca Bruno, Customer satisfaction: una nuova sfida. Economia & Management, 1992.

161 Varaldo Riccardo, Guido Gianluigi, Il consumatore come prodotto: customer satisfaction come qualità del cliente, Micro&Macro Marketing, 1997, pagine 9 – 40.

customer specific sulla quale l'impresa deve fare leva al fine di promuovere il proprio successo.

Le risorse basate sull'attenzione al consumatore, in generale, contribuiscono a rendere più agevole l'intenzione di espandere e divulgare l'interessamento per il cliente tra tutte le funzioni aziendali, e dunque all'interno di tutta l'organizzazione.

Inoltre, secondo quanto sostenuto da Guatri (1991), la propensione ad accrescere il valore di ciò che viene proposto al mercato implica in caso di successo un'occasione per incrementare anche il valore stesso di impresa.[162]

L'attenzione rivolta al consumatore si pone anche come una sfida rivolta all'impresa, in particolare nei confronti del capitale umano, il quale viene continuamente stimolato e sollecitato nel tentativo di incoraggiare inventiva e propositività propedeutiche entrambe al progresso ed al miglioramento dell'offerta proposta al mercato.

Capire il comportamento del consumatore, secondo quanto sostenuto anche da Howard e Sheth (1969)[163], diventa indispensabile allo scopo di sfruttare tale informazione a livello di marketing per lo sviluppo di una strategia efficace ed ad esso rivolta.[164]

Conoscere infatti le abitudini ed i modi di agire del cliente, relativi al processo di acquisto, consente all'impresa di ottenere informazioni rilevanti da sfruttare nelle decisioni strategiche attuate ai fini del successo aziendale.

L'attenzione da parte degli studiosi si concentra principalmente sulle modalità tramite le quali il mercato in generale sviluppa un bisogno ed in che modo è possibile soddisfarlo.

Aaker (1970) suggerisce quanto sia fondamentale impiegare determinati schemi di riferimento e modelli di comportamento utili nello studio relativo alle alternative disponibili in capo all'impresa.[165]

162Guatri Luigi, La teoria di creazione del valore, Egea, 1991.

163Howard John, Sheth Jagdish, The theory of buyer behavior, John Wiley & Sons, 1969.

164Proprio riguardo al comportamento del consumatore è interessante proporre la visione di Costabile, il quale sostiene come il mercato riversi un'attenzione sempre maggiore verso ciò che il prodotto rappresenta per quanto riguarda il relativo contenuto simbolico. L'autore infatti appoggia l'idea secondo la quale nel consumatore si vada a sviluppare una sorta di ricerca di un determinato posizionamento sociale al fine di appagare i fabbisogni di esperienze e di emozioni che attualmente investono la maggior parte dei processi di consumo. Costabile Michele, Il capitale relazionale, McGraw-Hill, 2001, pagina 14.

165Aaker David, Using buyer behavior models to improve marketing decisions, Journal of Marketing, 1970.

Conoscere il livello di customer satisfaction ed il grado di fedeltà del consumatore ha rilevanza anche per indicare quanto l'impresa sia customer oriented.[166]

Avere a disposizione tali informazioni, come si è visto, ne permette la relativa elaborazione al fine di procedere con l'analisi non solo delle risorse impiegate in tale direzione, ma anche dei risultati raggiunti paragonandoli agli obiettivi prefissati. Da questi confronti è possibile verificare anche la performance aziendale relativa a questo ambito e l'efficacia e l'efficienza della gestione di questa risorsa intangibile.

La gestione di tale capitale immateriale consente anche un'amministrazione di impresa in linea con quanto viene richiesto dal mercato.

Nell'indirizzare l'attenzione verso il customer value, l'impresa deve sviluppare determinate competenze e capacità, realizzando un efficace matching tra le risorse caratteristiche e distintive dell'impresa e ciò verso cui invece è propensa ed interessata la clientela.[167]

Precisano Valdani e Busacca (1999) l'importanza dell'apprendimento in ambito aziendale che, attraverso l'impiego della risorsa riferita alla conoscenza, pone le basi per la creazione di valore. Gli autori sottolineano dunque l'essenzialità della conoscenza nella ricerca del vantaggio competitivo e la relativa importanza del knowledge management per la sua gestione.[168]

L'essere informati sul consumatore e più in generale sul mercato consente innanzitutto all'impresa di apprendere quanto necessita al fine di riconoscere i bisogni percepiti e quelli più diffusi.

Quando queste informazioni sono state assimilate vengono delineate le priorità e le caratteristiche più importanti che l'offerta proposta dall'impresa deve avere per tentare di soddisfare al meglio le richieste ricevute. Le modalità che sono state sviluppate al fine di conoscere ed interpretare al meglio la domanda di mercato sono svariate e sono state pensate

---

166A tal proposito si vuole precisare come il rapporto che lega soddisfazione del cliente e la sua relativa fedeltà non sia propriamente immediato. Secondo quanto supportato infatti da Jones Thomas e Sasser Earl in "Why satisfied customer defect?", Harvard Business Review, 1995, la soddisfazione di una clientela libera di scegliere non comporta la loro assoluta fedeltà. Affinché dunque essi restino fedeli all'impresa occorre che questa si impegni nella direzione di una totale soddisfazione di questi soggetti, situazione che si realizza solamente nel momento in cui le aspettative di questi ultime sono superate dall'offerta proposta dall'impresa.

167Mele Cristina, Marketing e qualità dell'impresa che crea valore, Cedam, 2003.

168Valdani Enrico, Busacca Bruno, Customer Based View, Finanza Marketing Produzione, 1999.

in modo da focalizzarsi principalmente sul lato del consumatore al fine di raggiungere al meglio i risultati da esso sperati.

Concentrandosi ancora sulle attese del cliente, secondo il parere di Zeithaml (1988)[169], l'utilità che il consumatore ricava dall'utilizzo del prodotto dipende dal confronto tra ciò che riceve dall'utilizzo dello stesso e ciò a cui rinuncia per poterlo utilizzare. L'autore dunque parla di due componenti sulle quali ragionare, quella get, e quella give, legate tra loro in un'ottica indirizzata quindi al loro bilanciamento nel tentativo di trovare un equilibrio soddisfacente per le parti.

Allo scopo di creare valore per il cliente, le leve sulle quali l'impresa può contare riguardano la qualità del prodotto, le opportunità di renderlo personalizzato o personalizzabile e la possibilità di fornire servizi ulteriori ed aggiuntivi allo stesso.[170]

Sfruttando queste possibilità, sono diversi i vantaggi che si possono realizzare. Barile, Busacca e Costabile (2001) ad esempio li distinguono in diverse categorie specificando quella relativa ai benefici funzionali, quella connessa ai benefici psico-sociali e, per finire, quella dei benefici esperienziali.[171]

Maggiore è il numero di leve sulle quali riesce ad agire l'impresa nei propri tentativi volti al miglioramento della soddisfazione del cliente e maggiori sono le opportunità di cui quest'ultima si circonda allo scopo di spuntare posizioni competitive nei confronti dei competitor, questo perché, agendo su un maggiore numero di variabili, si ha la possibilità di sfruttare ogni elemento o risorsa esistente.

Anche il cliente, dal proprio punto di vista, punta alla massimizzazione dell'efficienza del proprio processo di acquisto e cercherà di ottenere valore nell'ambito della propria sfera personale ed esperienziale.

Reciprocamente accade che, nel momento in cui l'impresa riesce ad operare generando valore per il cliente, quest'ultimo vedendo incrementare i vantaggi a proprio beneficio affiderà la propria scelta nei confronti dell'impresa in questione, investendola di importanza e preferendola ad altri concorrenti, apportando a sua volta maggiore valore nei confronti dell'azienda stessa.

---

169 Zeithaml Valarie, Consumers perceptions of price, quality and value, Journal of Marketing, 1988.

170 Woodall Tony, Conceptualising 'Value for the customer': an attributional, structural and diponitional analysis, Academy of Marketing Science Review, 2003.

171 Barile Sergio, Busacca Bruno, Costabile Michele, L'innovazione negli studi sui processi di consumo: vettori evolutivi e percorsi di ricerca, Sinergie, 2001.

Secondo il parere di Buttle (2009) infatti, il valore che viene avvertito dal consumatore andrà a configurarsi come un ostacolo, ponendosi come fosse una barriera nei confronti di possibili nuove ricerche di ulteriori prodotti da parte del soggetto stesso.[172]

Diversi studi si sono focalizzati sulle relazioni tra valore di impresa e valore per il cliente.

Rust, Lemon e Zeithaml (2004) ad esempio affermano che l'interessamento da parte dell'impresa nella creazione di valore anche per il cliente è fatto dipendere solamente dalla considerazione per cui quest'ultimo è indispensabile al fine dell'incremento del valore di impresa stesso.[173]

Attraverso il marketing dunque si aprono svariate possibilità di interazioni con il mercato e con la clientela, tramite le quali è possibile interpretare e capire le necessità che da qui derivano.

Una volta conclusa questa prima parte di indagine e studio delle condizioni e situazioni del mercato, l'attività aziendale può essere poi indirizzata strategicamente in un percorso efficiente e sostenibile, capace quindi di durare nel tempo anche in ottica di più lungo periodo.

Anche Cuomo (2000) precisa infatti che per ottenere un vantaggio competitivo capace di durare più a lungo nel tempo è necessario che l'impresa investa le proprie risorse distintive nella creazione di valore per il cliente.[174]

Attraverso la soddisfazione della clientela, la funzione di marketing mira all'obiettivo più ampio di creazione di valore economico.

Autori come Gruca e Rego (2005) sostengono la validità dell'idea secondo la quale un rilevante livello di customer satisfaction provochi aumenti dei cash flow prodotti dall'impresa.[175]

6.3 Customer Relationship Management

Come evidenziato nei primi capitoli, il tentativo di creazione di valore per gli azionisti non può prescindere dal soddisfacimento degli stakeholder e dalla creazione dunque di valore

---

172Buttle Francis, Customer relationship management, Elsevier,2009.

173Rust Roland, Lemon Katherine, Zeithaml Valarie, Return on marketing: using customer equity to focus marketing strategy, Journal of Marketing, 2004.

174Cuomo Teresa, La customer satisfaction. Vantaggio competitivo e creazione di valore, Cedam, 2000.

175Gruca Thomas, Rego Lopo, Customer Satisfaction, Cash Flow and Shareholder Value, Journal of Marketing, 2005.

anche nei loro confronti, soprattutto se l'impresa punta ad ottenere questo risultato e mantenerne i relativi benefici nel lungo termine.

Le aspettative che devono essere soddisfatte sono dunque quelle di soggetti quali clienti, fornitori, dipendenti, ecc.[176]

A supporto di quanto appenda detto, Cowe (1999) sostiene che "Non è possibile creare valore per lo shareholder senza creare valore per lo stakeholder."[177]

Di conseguenza, allo scopo di rendere l'operare di impresa ancora più performante, sarà onere di quest'ultima sviluppare tutta quella serie di rapporti con i propri portatori di interesse, che le garantiscano di ottenere con essi un legame più forte ed un livello di relazione in continuo e crescente miglioramento. La funzione aziendale che permette di portare ad un perfezionamento dell'affinità con la clientela viene fatta coincidere con il Customer Relationship Management.

L'obiettivo di tale funzione è proprio quello di garantire prima di tutto lo sviluppo di rapporti di lungo termine che siano vantaggiosi e proficui tanto per l'impresa quanto per i consumatori, in modo particolare per quelli che sono, per l'impresa, strategicamente rilevanti. Inoltre, l'ulteriore impegno di questo ramo del management, è anche quello rivolto ovviamente al mantenimento del livello relazionale ottenuto.

Dello stesso parere risulta essere anche Gronroos, il quale attribuisce al customer relationship management una specifica funzione, ovvero "to establish, mantain, and enhance relationships with customer, and other partners, at a profit, so that the objectives of the parties involved are met. This is achieved by a mutual exchange and fulfiment of promises."[178]

Stando infatti anche al parere di Buttle (2009), egli definisce il CRM "a disciplined approach to developing and mantaining profitable customer relationships."[179]

Tramite questo approccio al marketing, indirizzato alla sfera relazionale che comprende i rapporti tra impresa e clienti, queste due categorie di soggetti instaurano legami e posizioni di reciproca dipendenza basate sulla fiducia. L'obiettivo di tale funzione è quello di mantenere

---

176Sostiene infatti Buttle Francis "Relationship marketers are concerned for the welfare of their customers. They want to meet or, preferably exceed customer expectations, producing satisfaction or delight.", in "Relationship Marketing", Paul Chapman Publishing, 1996, pagina 8.

177Cowe Roger, Winning with integrity, The Guardian, 1999.

178Gronroos Christian, Relationship approach to the marketing function in service contexts: the marketing and organization behaviour interface, Journal of Business Research, 1990.

179Buttle Francis, Customer relationship management, Elsevier, 2009, pagina 3.

questo rapporto quanto più duraturo e stabile possibile, in modo da rendere più forte la relazione da parte del consumatore nei confronti dell'organizzazione aziendale.
I due ostacoli principali allo sviluppo di questo rapporto sono da far coincidere tanto con le pressioni competitive dei concorrenti quanto con la diffusione crescente di internet che offre al consumatore un mezzo che racchiude un incredibile potenziale in quanto in grado di connetterlo con un'infinità di informazioni ad esso prima sconosciute.
Ciò a cui mira il Customer Relationship Management sono la comprensione e la conoscenza del fruitore finale del bene o servizio offerto dall'impresa. Per raggiungere tale scopo quest'ultima è chiamata a gestire non solo il personale, ma anche la tecnologia presente all'interno dell'organizzazione aziendale e, più in generale, l'intero complesso dei processi attuati dall'impresa.[180]
L'obiettivo principale del CRM è individuato dunque nel miglioramento dei legami esistenti con la clientela, sia quantitativamente parlando, sia per quanto riguarda l'ambito qualitativo.
A partire dalla considerazione sia degli elementi da gestire che dei fini da raggiungere, Costabile ha definito il Customer Relationship Management come "un complesso insieme di competenze specialistiche ed architetturali (o integrative) che, sostenute da adeguati sistemi tecnologici e informativi, consentono di dispiegare la capacità relazionale dell'impresa."[181]
Nel momento in cui infatti il consumatore consente all'impresa di venire a conoscenza delle proprie preferenze e non nasconde le proprie abitudini, ad essa vengono concesse maggiori possibilità ed ulteriori spunti per predisporre delle soluzioni ad hoc che consentono al cliente stesso di trarre vantaggio da questa situazione che gli permette infatti un risparmio considerevole in termini di tempo nell'effettuare ricerche per conto proprio.
L'adozione del CRM da quindi la possibilità all'impresa non solo di attrarre ulteriormente clientela, ma anche, per quanto appena detto, di aumentare l'ammontare delle vendite indirizzate verso ogni consumatore.
Grazie al miglioramento che i processi di CRM apportano ai rapporti sostenuti dall'impresa, trovano giovamento anche le rispettive relazioni sottostanti, le quali, a loro volta, incrementano la fedeltà del consumatore nei confronti dell'organizzazione aziendale e delle sue capacità e potenzialità relative all'ambito del soddisfacimento della clientela.
I benefici che la CRM consente di raggiungere spingono le imprese verso l'adozione di tale

180Chen Injazz, Popovich Karen, Understanding customer relationship management, Business Process Management Journal, 2003.

181Costabile Michele, il capitale relazionale, McGraw Hill, 2001.

sistema.

La difficoltà principale nell'attuazione di questo orientamento riguarda la sua adozione nei vari livelli ed ambiti organizzativi, che devono essere improntati e poi indirizzati verso il medesimo fine.

L'adozione di processi di CRM implica quindi un coordinamento tanto a livello organizzativo quanto a livello tecnologico ed in particolare informatico.[182]

L'attenzione nei confronti del cliente infatti non è intesa solamente in ambito di pratiche di marketing ad esso rivolte, come ad esempio nel caso di promozioni personalizzate.

Anche i modi ed i mezzi[183] tramite i quali viene posto in essere tale contatto con la clientela contano ed influiscono in maniera rilevante su quello che sarà poi il giudizio del consumatore sulla relazione instaurata dall'impresa.

Il coordinamento principale in ambito di CRM è quello che si instaura tra la funzione di marketing e la funzione informatica.

La prima infatti, allo scopo di suggerire soluzioni di valore alla clientela, deve necessariamente basarsi su informazioni provenienti dal mercato che le consentano di sviluppare offerte personalizzate sulla base delle richieste che derivano dalle diverse categorie di consumatori con le quali si interfaccia.

In questa situazione dunque, l'ambito relativo all'informatica permette di sviluppare tutta quella serie di processi grazie ai quali l'impresa ottiene la facoltà di conseguire tutte le informazioni necessarie allo scopo di predisporre un'offerta studiata e basata sulle esigenze reali ed effettive del consumatore.

Eckerson e Watson (2000) sostengono l'importanza per l'impresa di trarre vantaggio da quanto successo in passato e di utilizzare tale esperienza al fine di potenziare e rendere maggiormente significativa la proposta per il futuro.[184]

Grazie all'ottenimento di informazioni sulla clientela, l'impresa vede incrementare le possibilità di ricavare previsioni relative alla domanda proveniente dal mercato.

Essa può dunque usare a proprio favore tale informativa, proponendo soluzioni tempestive da impiegare nel momento in cui indirizza la propria attività all'adattamento alle necessità del

---

182Corsaro Daniela, Il valore delle relazioni di mercato, Franco Angeli, 2016, pagina 98.

183Si intendono in questo caso le modalità tramite le quali il consumatore viene contattato dall'offerta dell'impresa: telefonicamente, tramite posta elettronica, ecc.

184Eckerson, Watson, Harnessing customer information for strategic adventage: technical challenges and business solutions, report for the data warehousing institute, 2000.

cliente.
Per attivare questi meccanismi devono essere recuperate tutte le informazioni necessarie che vengono poi elaborate per ricavare una strategia. In questa fattispecie sono da considerarsi indispensabili i processi attivati dall'information technology e rivolti all'estrazione di dati da immettere poi nei processi volti alla loro assimilazione e gestione tramite la funzione aziendale che meglio ne permette il relativo sfruttamento.
Alla base dello sviluppo del customer relationship management vi è dunque una raccolta di informazioni relative appunto alla clientela. Tale banca dati contiene indicazioni principalmente relative agli aspetti comportamentali di acquisto che caratterizzano i clienti.
Si tratta di database che facilitano l'impresa nel tentativo di appurare il valore che essa può associare ad uno specifico consumatore.
Data la diversità e l'ampiezza di cui si può fare portatore il portafoglio clienti di un'impresa, individuare le varie tipologie di soggetti che sono legati alla stessa può rivelarsi utile nello stabilire quali siano quelli che garantiscono all'impresa vantaggi maggiori.
Le banche dati che si sviluppano a questo scopo non vengono però solamente sfruttate al fine di promuovere strategie strettamente di marketing, ma garantiscono anche la possibilità di improntare strategie di sola fidelizzazione.
Maggiore è il livello di aggiornamento di questi database e più si rivelano pronte ed efficaci le iniziative intraprese dall'impresa e basate sui dati raccolti tramite tali strumenti.
Le informazioni ricavate da queste banche dati hanno tendenzialmente carattere quantitativo. Al fine di disporre di un'ottica più chiara ed ampia tuttavia si rende necessario sviluppare anche ovviamente un approccio diretto che considera il legame tra azienda e cliente in senso stretto e che per questo fornisce più che altro informazioni di tipo qualitativo.
Se da una parte l'impresa è in grado di influenzare il cliente con le proprie proposte ed azioni, d'altra parte anche il consumatore dovrebbe, con le proprie reazioni, condizionare le successive risposte od i comportamenti tenuti dall'impresa.
Questa mutualità che caratterizza la relazione è alla base di quella che si chiama learning relationship.[185]

185Angelini Antonella, customer relationship management e customer satisfaction, Franco Angeli, 2005, pagina 118.

6.4 Il capitale relazionale ed il valore delle relazioni

Diversi autori, tra i quali Nahapiet e Ghoshal (1998) hanno condiviso l'importanza delle risorse relazionali dell'impresa, etichettandole come vere e proprie forme di ricchezza e di potenziale da sfruttare.[186]

In modo particolare, quelle inerenti i rapporti con la domanda sono state oggetto di grande attenzione, soprattutto da autori come Valdani e Busacca (1999), i quali le valorizzano conferendo loro il prestigio di venire considerate fondamentali nello stabilire il valore d'impresa.[187]

Vicari, Bertoli e Busacca definiscono infatti questo insieme di risorse come l'essenza di quello che è il valore di impresa, attribuendogli per questo l'appellativo di "capitale".[188]

Sempre Vicari (1991), soffermandosi sul concetto di valore d'impresa, evidenzia lo stretto collegamento che quest'ultimo sviluppa nei confronti della quantità e qualità del capitale immateriale di cui l'impresa riesce a dotarsi ed a mantenere, o meglio capitalizzare, nel tempo.[189]

Parte di queste risorse non appare, come già visto nei capitoli precedenti, nel bilancio di esercizio, e questo si ripercuote nel differenziale che emerge dal confronto tra i valori di mercato e quelli contabili. È proprio da questa differenza infatti che si può percepire l'effettivo potenziale di tale elementi.

Gestire i rapporti di relazione con la clientela è compito del marketing relazionale. Esso si sviluppa all'interno dell'impresa a seguito dell'esigenza di mantenere legami con il consumatore che durino nel tempo e che siano solidi. Lo scopo principale che questa funzione si pone è quello di rendere i rapporti con gli stakeholder più intensi in quanto questi soggetti sono in grado, con le proprie decisioni, di apportare valore all'interno dell'organizzazione aziendale.

Questo ramo del marketing, impostato sulla relazione, prevede ovviamente anche il coinvolgimento del consumatore nell'esplicitazione di alcune delle caratteristiche dell'offerta

---

186Nahapiet Janine, Ghoshal Sumantra, Social capital, intellectual capital and the organizational advantage, Academy of Management Review, 1998.

187Valdani Enrico, Busacca Bruno, Customer based-view, Finanza, marketing e produzione, 1999.

188Vicari Salvatore, Bertoli Giuseppe, Busacca Bruno, La valutazione dei beni immateriali nella prospettiva della fiducia, Osservatorio di marketing, 1999.

189Vicari Salvatore, L'impresa vivente, Etas, 1991.

che viene prodotta dall'impresa.
A seguito di questo si viene a configurare una più ampia considerazione del ruolo dell'utente finale, visto non più solamente come mero fruitore del prodotto o servizio ricevuto dall'impresa, ma giudicato in qualità di partner vero e proprio grazie alla sua collaborazione fondata sul dialogo.
"Basato su informazioni particolari e sui comportamenti di acquisto, il relationship marketing inaugura un modello che la concorrenza non può copiare… La relazione diviene unica, personale, irripetibile."[190]
L'insieme dei legami e delle relazioni che si instaurano tra impresa e portatori di interesse si fa quindi ricondurre al concetto di capitale relazionale.
Quest'ultimo si sviluppa nel momento in cui il capitale intellettuale di impresa interagisce con altri soggetti ed a seguito di ciò crea con essi legami di più o meno forte dipendenza.
E' compito dell'impresa riuscire ad adattare ed indirizzare le proprie risorse per rivolgersi in maniera efficace al proprio mercato di riferimento.
Il capitale relazionale dunque rappresenta una parte della ricchezza propria dell'organizzazione aziendale, e si presenta come la struttura corrente o prevedibile del livello delle relazioni di impresa nei confronti dei portatori di interesse esterni ad essa.
In questo modo, esso consente di esprimere il potenziale competitivo ottenibile dai rapporti che vengono a manifestarsi con tali soggetti.
Alcuni autori, come Lanza (2000) fanno ricondurre il concetto di capitale relazionale con quello di capitale intellettuale, introdotto nel quarto capitolo.[191]
Se l'organizzazione aziendale riesce ad essere performante in questo intento, e quindi a rendere più forti le proprie relazioni con la clientela, essa avrà trasformato il capitale relazionale in un driver utilizzato nella creazione di valore.[192]
Questo approccio indirizzato allo sviluppo ed al mantenimento delle relazioni si è sviluppato in una vera e propria funzione a sé stante che viene fatta coincidere con quella del marketing relazionale o, come prima definito, relationship marketing.
La relazione con il cliente, oltre a dipendere da tale elemento, influenza indirettamente anche le altre aree della gestione, e dunque ha riflessi tanto a livello produttivo quanto organizzativo. Autori quali Valdani e Busacca (1995) affermano infatti come sia fondamentale al fine di una

190Ambroso Odoardo, Customer relationship marketing, Etas, 2001, pagina 30.

191Lanza Andrea, Knowledge Governance, Egea, 2000.

192Iannone Barbara, La Corporate Reputation quale risorsa (intangibile) strategica, Aracne editrice, 2009.

corretta gestione di tale risorsa, che l'approccio al cliente rappresenti una condotta che deve interessare tutta l'impresa.[193]

"La fedeltà alla marca è frutto della storia dell'azienda o del prodotto in un arco di tempo solitamente lungo e nasce da un rapporto di soddisfazione e di fiducia da parte della clientela. Tutto questo non si costruisce con un atto di imperio o destinando semplicemente dei mezzi finanziari allo scopo. E se si esclude la possibilità di acquisire il marchio di un'altra azienda (che comunque non necessariamente consente di acquisire anche la fedeltà della clientela), non esistono fornitori di fedeltà alla marca. È necessario invece costruire lentamente quel rapporto di soddisfazione e di fiducia che ne è il presupposto."[194]

Secondo quanto appena affermato infatti, il percorso che porta alla realizzazione di una soddisfacente relazione con il cliente ed ad un valido rapporto con esso, si configura come un processo non immediato, in quanto basato prima di tutto sul sistema cognitivo del cliente, il quale richiede del tempo per essere adeguatamente influenzato.

La conseguenza di quanto appena affermato pone le basi per una considerazione riguardante gli investimenti intrapresi allo scopo di misurare le risorse intangibili connesse con i rapporti con la clientela.

Trattandosi infatti di benefici che richiedono tempistiche considerevoli per poter venire finalmente apprezzati, non è immediato riconoscere se gli investimenti finalizzati all'incremento di tali risorse hanno dato i loro frutti.[195]

Lo sviluppo dell'importanza delle relazioni di impresa in tutte le sue sfumature è testimoniato anche dall'oggettivo aumento di comportamenti con tendenze volte all'instaurazione di rapporti e legami. Basti pensare ad esempio a decisioni intraprese per la creazione di partnership e joint venture.

La portata dei cambiamenti dello scenario in cui l'attività si inserisce, come già sottolineato, rende necessario evidenziare l'importanza crescente della gestione dei rapporti con la clientela.[196]

193Valdani Enrico, Busacca Bruno, Customer satisfaction: una nuova sfida, Micro&Macro Marketing, 1995.

194Vicari Salvatore, Note sul concetto di valore, Finanza, marketing e produzione, 1995, pagina 25.

195Sostiene inoltre Corsaro Daniela in "Il valore delle relazioni", Franco Angeli, 2016, pagina 57 quanto segue: "Verificare i benefici di una relazione è poi molto più complesso che verificare i costi, giacché gli stessi compaiono sempre in maniera meno chiara nei bilanci dell'impresa."

196Afferma Costabile che: "Il recente sviluppo della concorrenza nei mercati e negli ambienti digitali, inoltre, ha reso le relazioni l'unico elemento mediante cui tentare di differenziare l'offerta e difendere tale differenziazione della concorrenza. (…) Le imprese più innovative difendono il loro vantaggio competitivo

L'orientamento al mercato assume dunque una configurazione ancora più specifica, venendo sostituito da un orientamento al cliente in qualità di destinatario dell'offerta di impresa.

Ad essere cresciuto è anche il livello di empatia dunque nei confronti dei soggetti a cui si rivolge direttamente il complesso aziendale, e nell'idoneità dell'impresa ad amministrare tali rapporti.

Nell'ambito delle relazioni con la clientela Iasevoli (2000) sottolinea l'importanza della conoscenza di quanto il cliente valga per l'impresa stessa, definendo il rapporto con quest'ultimo una vera e propria risorsa.[197]

Il rischio in cui incorre l'impresa nella non valorizzazione del portafoglio clienti viene fatto risalire al danno relazionale che la stessa deve sopportare nel caso in cui non promuova tale elemento.

L'intensità di questo danno relazionale può essere valutata studiando prima di tutto la forza dei rapporti tra clientela ed impresa.

Sostenitore della relazione con il consumatore e della sua soddisfazione era stato Drucker (1973) il cui pensiero era quello secondo cui "soddisfare il cliente era la missione principale e lo scopo di qualsiasi impresa".[198]

Egli sosteneva fortemente dunque il ruolo dell'impresa nel generare prodotti in grado di andare a beneficio dei clienti in modo da soddisfare in maniera completa i bisogni percepiti da tali soggetti.

Il valore che viene riconosciuto a questi ultimi infatti si configura come un'informazione in grado di favorire l'impresa nella predisposizione di strategie indirizzate su ciascun consumatore, rendendo la gestione del rapporto con la clientela ancora più specifica e focalizzata non nel mercato inteso nella sua generalità, quanto piuttosto incentrata in maniera più diretta nei confronti, nei limiti del possibile, di ciascun cliente. Questa impostazione rende dunque ancora più specifica l'offerta proposta dall'impresa, che non si rivolge al mercato in generale ma cerca di indirizzare il prodotto adottando soluzioni ad hoc sempre più

---

proprio mediante l'investimento in capitale relazionale." Costabile Michele, Il capitale relazionale, McGraw-Hill, 2001, pagina 26.

197Iasevoli Gennaro, Il valore del cliente. Misurare gli effetti della soddisfazione e della fedeltà sul valore dell'impresa, Franco Angeli, 2000.

198Drucker Peter, Management: tasks, responsibilities and practices, Harper & Row, 1973.

personalizzate sulla base delle esigenze di ogni categoria di utente.

Ad essere cambiato è anche l'orientamento con il quale l'impresa guarda all'instaurazione della relazione con il pubblico. La smania di ricerca continua di nuovi soggetti verso cui indirizzare la propria proposta ed il proprio mix di prodotti lascia spazio invece ad un nuovo e differente indirizzo che da la priorità ai soggetti già clienti dell'impresa.

L'organizzazione aziendale dunque focalizza i propri sforzi ed investimenti nel mantenimento della clientela esistente, puntando più sull'attenzione per tali soggetti e sulla loro fiducia che sull'impegno volto a circondarsi di un gran numero di clienti con legami meno sentiti e meno forti.

Busacca definisce espressamente sia il marchio che le relazioni con i clienti come i "beni di marketing di maggior valore."[199]
Lo stesso autore sostiene inoltre che "L'esperienza del cliente viene ridisegnata a partire da nuovi obiettivi di creazione di valore e può diventare stimolo di nuovi business model."
I classici metodi utilizzati nel calcolo del valore economico di impresa possono essere applicati anche nel caso in cui si cerchi di indagare sul valore prodotto dagli investimenti in ambito di marketing, siano essi relativi alla brand equity (valore patrimoniale della marca) di cui si è parlato nel capitolo 5, siano essi relativi alla customer equity (valore patrimoniale del portafoglio clienti) sulla quale si concentra invece questo ultimo capitolo.
In particolare nel calcolo di quest'ultimo, ciò che deve essere preso in considerazione riguarda prima di tutto il valore attuale, ossia quello che si riferisce direttamente ed espressamente al portafoglio clienti in sé. L'ulteriore elemento da valutare poi ha a che vedere con il valore potenziale della customer equity, rappresentato da tutte le possibilità che l'impresa possiede di attivare opzioni di sviluppo e crescita basate sulla customer loyalty e derivanti dal grado di reputazione di cui gode l'impresa agli occhi del mercato.
Le strategie di impresa che presentano una cospicua forza a livello relazionale sono in grado di apportare un vantaggio competitivo che si basa proprio sullo sviluppo e sulla gestione di questi legami.
Argomentando l'importanza dell'aspetto comunicativo e relazionale tra impresa e stakeholder, Fiocca e Corvi (1996) affermano quanto segue: "La comunicazione possiede infatti una straordinaria capacità di influenza dei sistemi di formazione delle preferenze e degli atteggiamenti e determina i comportamenti agendo su un gran numero di variabili,

199Busacca Bruno, Marketing. Una disciplina fantastica, Egea, 2018, pagina 360.

sociologiche, psicologiche, economiche, razionali, motivazionali."[200]

Qualsiasi forma di relazione è funzionale al mantenimento ed al progresso dei rapporti con la domanda. Nel momento in cui questi rapporti vengono ampliati coinvolgendo anche altre imprese, è possibile attivare delle collaborazioni a livello organizzativo, nonché delle alleanze che portano a generare delle vere e proprie reti in imprese.

Si evolve in questo modo anche l'ambiente concorrenziale, che non vede più solamente singole imprese ed entità confrontarsi, quanto piuttosto network di imprese che cooperano per agire come un fronte comune e sfruttare le capacità organizzative di questa rete al fine di spuntare risultati migliori di quelli dei competitor.[201]

Il valore delle relazioni che si considerano non è dunque solamente quello rivolto nei confronti del cliente, ma anche quello relativo, come appena detto, ai rapporti con altre imprese.

"Relationship has gained a central role in the creation of value for companies."[202]

L'utilizzo di informazioni provenienti e relative al cliente è solamente una delle strategie utilizzate dall'impresa al fine di improntare strategie di marketing orientate al soddisfacimento del mercato obiettivo.

Il tentativo messo in atto dall'impresa diviene infatti quello di puntare ad una personalizzazione dell'esperienza di consumo, in modo da avvicinarsi maggiormente alle richieste che vengono avanzate dal consumatore stesso.

Lo sfruttamento delle informazioni provenienti dall'esterno, che si rendono fruibili grazie alle relazioni instaurate, garantiscono di puntare al mantenimento di legami di lungo periodo.

Sostengono tuttavia alcuni autori che la così ampia diffusione a livello informativo possa essere considerata un ostacolo se valutata sotto l'ottica del relativo sfruttamento anche da parte dei competitor.

Non solo, il consumatore stesso, nel trarre vantaggio dalla trasparenza dei prodotti sul mercato, riesce agevolmente a riconoscere la qualità ed il prezzo di ciò che sta per scegliere e, per questo motivo, diviene facile per tale soggetto confrontarne i valori con l'utilità che esso si prefigge di ricavare ed ottenere dalla propria esperienza di acquisto.

L'importanza del lato della domanda non è solamente e limitatamente relativa alla fruizione del bene.

200Fiocca Renato, Corvi Elisabetta, Comunicazione e valore nelle relazioni d'impresa, Egea, 1996, pagina 22.

201Capaldo Antonio, Strategia, reti di imprese e capacità relazionali, Cedam, 2004.

202Angelini Antonella, The value of the customer relationship, Giappichelli, 2018.

Il cliente infatti metaforicamente inizia a prendere il controllo sul prodotto dell'impresa, o, più in generale, sul marchio stesso.
"I marketing manager stanno aiutando i clienti a diventare promotori delle marche fornendo loro risorse e opportunità per dimostrare la loro passione."[203]
Il coinvolgimento del mercato nel contribuire allo sviluppo ed alla creazione del prodotto si fa sempre più palpabile e, come testimonianza di ciò, si assiste al consolidamento e rafforzamento del ruolo che il cliente gioca in tali scelte.
Nonostante questa strategia possa risultare una potenziale arma vincente, occorre considerare se essa possa essere quella più adatta in base alla fattispecie che ci si trova ad analizzare.
Precisano ancora infatti Kotler e Keller che non tutti i consumatori sono disposti a partecipare attivamente ad iniziative di questo genere ed ad essere effettivamente e fisicamente coinvolti in attività proposte dall'impresa.
"I clienti hanno la loro vita, il loro lavoro, la famiglia, gli hobby, con obiettivi e impegni che ritengono più importanti delle marche che acquistano e consumano."[204]
Lo sviluppo degli acquisti on-line a scapito di quelli effettuati presso il negozio fisico aprono anche un ulteriore tema oggetto di indagine. In questo caso infatti, l'esperienza di acquisto viene valutata "telematicamente" sotto forma di recensione. Soprattutto per imprese operanti solamente sul web, il riscontro ottenuto dal mercato è importante e richiesto in quanto unico mezzo tramite il quale poter manifestare il proprio valore e le proprie qualità ad altri potenziali clienti.
Un numero sempre più considerevole di imprese sta constatando i vantaggi derivanti dall'utilizzo di tali recensioni a scopo pubblicitario per farsi conoscere ancora di più dal mercato.
Anche in questo caso, l'ampliamento della disponibilità di mezzi di comunicazione deve essere attentamente monitorata per evitare mosse disoneste da parte dei concorrenti, volte a sminuire l'operato di impresa in un'ottica orientata solamente ad incidere negativamente nei confronti di quest'ultima. Svariate imprese infatti hanno sviluppato software in grado di tutelarle da recensioni e commenti che non si fondano su oneste esperienze di consumo e pertanto si configurano come palesemente indirizzate al danneggiamento dell'immagine di impresa.
Secondo Oliver la fedeltà del cliente rappresenta "un profondo impegno al riacquisto o alla

203Kotler Philip, Keller Kevin, Marketing Management, Pearson, 2014.

204Kotler Philip, Keller Kevin, Marketing Management, Pearson, 2014.

preferenza continua verso un determinato prodotto o servizio nel futuro, nonostante le influenze contingenti e le azioni di marketing che potrebbero produrre un cambiamento di comportamento".[205]

Al fine di migliorare il rapporto con la clientela e di rendere le relazioni con essa il più profittevoli possibile, possono essere intraprese diverse strategie per la realizzazione di questo obiettivo.

La prima strategia riguarda ovviamente l'interazione con il cliente. Nell'ambito della gestione dei rapporti con questi soggetti è indubbiamente di primaria importanza prestare attenzione ai feedback che da questi soggetti si possono ricevere.

Oltre ai riscontri che da essi derivano, l'impegno forse ancora più grande che l'impresa deve sostenere riguarda il suo posizionamento rispetto al punto di vista del cliente stesso, il quale necessariamente deve essere preso in considerazione nelle valutazioni effettuate dall'organizzazione aziendale.[206]

Un'ulteriore strategia, come sostenuto da Dowling ed Uncles (1997) riguarda lo sviluppo di programmi volti a fidelizzare la clientela, premiando la fedeltà manifestata da acquisti dal carattere consistente e non sporadico.[207]

Una giusta strategia in questa direzione, oltre ad attirare il cliente, funge anche da ostacolo e barriera nei confronti dei competitor che non sono in grado di adattarsi a tale situazione e non riescono a sviluppare iniziative altrettanto efficienti.

Ulteriore aspetto da valutare nell'ambito di questa considerazione è quello sottolineato da Nunes e Dreze (2008), che sottolineano l'apprezzamento derivante dal cliente nel momento in cui realizza di essere tra i pochi privilegiati in grado di usufruire di tali possibilità messe a disposizione dall'impresa solamente per una cerchia ristretta di soggetti.[208]

L'attenzione posta sulle relazioni instaurate con il mercato ed alla base del customer relationship management necessita in determinate occasioni dell'utilizzo di database sviluppati appositamente per il fine di ricercare il meglio da trarre da tali rapporti, ampliando

---

205Oliver Richard, Satisfaction. A behavioural prospective on the consumer, McGraw-Hill,1997.

206Dholakia Utpal, How consumer self-determination influences relational marketing outcomes, Journal of Marketing Research, 2006, pagina 109.

207Dowling Grahame, Uncles Mark, Do customer loyalty programs really work?, Sloan Management Review, 1997, pagina 71.

208Nunes Joseph, Dreze Xavier, Feeling superior: the impact of loyalty program structure on consumers' perception of status, Journal of Consumer Research, 2008.

così la valenza ed efficienza delle informazioni raccolte in termini di tendenze in atto e preferenze nonché esigenze individuali dei singoli consumatori.

Collegato a questo argomento è anche quello relativo allo sviluppo di pratiche di targeting comportamentale. Tramite queste tecniche è possibile schematizzare e tratteggiare l'atteggiamento dei potenziali clienti nel momento in cui essi procedono alla ricerca di informazioni on-line.

Dalla raccolta di tali informazioni l'impresa è in grado di predisporre e realizzare interventi mirati, come ad esempio campagne pubblicitarie, in grado di attirare l'attenzione poiché basate direttamente su ciò che risulta dalle ricerche dei consumatori.[209]

Un mercato trasparente e formato da imprese e consumatori connessi, che in esso scambiano pareri, idee, necessità e bisogni, apre dunque la strada per un più agevole operare, il quale pone entrambe le parti in una posizione grazie alla quale ciò che si può trarre è solamente giovamento.

"Relationships are the only thing that matters in business and in life."[210]

209Sullivan Elisabeth, Behave, Marketing news, 2008.

210Jerry Weintraub.

BIBLIOGRAFIA CITATA E CONSULTATA

AA. VV., Principi e metodi nella valutazione di aziende e di partecipazioni societarie, Egea, 1989.

Aaker David, Managing brand equity, The Free Press, 1991.

Aaker David, Measuring brand equity across products and markets, California management review, 1996.

Aaker David, The value of brand equity, Journal of Business Strategy, 1992.

Aaker David, Using buyer behavior models to improve marketing decisions, Journal of Marketing, 1970.

Abeysekera Indra, Does the classification of intangibles matter? An equivalence testing, Advances in Accounting, 2016.

Aboody David, Measuring Value Relevance in a (Possibly) Inefficient Market, Journal of Accounting Research, 2002.

Amaral Hudson, Intangible assets and the accounting representation crisis, Advances in Scientific and Applied Accounting, 2012.

Ambler Tim, Barwise Patrick, The trouble with brand valuation, Journal of Brand Management, 1998.

Ambroso Odoardo, Customer relationship marketing, Etas, 2001.

Angelini Antonella, customer relationship management e customer satisfaction, Franco Angeli, 2005.

Angelini Antonella, The value of the customer relationship, Giappichelli, 2018.

Arnold Glen, Value-based Management: Context and Application, John Wiley & Sons, 2000.

Ataman Berk, Ulengin Burc, A note on the effect of brand image on sales, Journal of Product & Brand Management, 2003.

Barile Sergio, Busacca Bruno, Costabile Michele, L'innovazione negli studi sui processi di consumo: vettori evolutivi e percorsi di ricerca, Sinergie, 2001.

Barney Jay, Gaining and sustaining competitive advantage, Addison-Wesley Publishing Company, 1997.

Barry Carol et. al., The resource-based view and value: The customer-based view of the firm, Journal of European Industrial Training, 2007.

Barth Mary, The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: another view, Journal of Accounting and Economics, 2001.

Barth Mary, Valuation-based accounting research: implications for financial reporting and opportunities for future research, Accounting and Finance, 2000.

Bartoli Furio, Ossoli Giuseppe, Valore d'impresa e valore intangibile. Una metodologia per la valutazione delle aziende: guida alla misurazione e alla pianificazione del valore, Franco Angeli, 2009.

Batey Mark, Brand Meaning. Meaning, myth and mystique in today's brands, Routledge, 2015.

Becker Gary, Human Capital, University of Chicago Press, 1994.

Bini Mauro, La valutazione degli intangibili, Egea, 2011.

Brugger Gualtiero, Trattato di finanza aziendale, Franco Angeli, 1983.

Bruni Massimiliano, La crescita nelle aziende di marca, Egea, 2008.

Brusa Luigi, Zamprogna Luciana, Finanza d'impresa, Etaslibri, 1995.

Brusaterra Michele, Perizie di stima, Giuffrè Editore, 2012.

Busacca Bruno, Le risorse di fiducia dell'impresa, Utet, 1995.

Busacca Bruno, Marketing. Una disciplina fantastica, Egea, 2018.

Buttle Francis, Customer relationship management, Elsevier, 2009.

Buttle Francis, Relationship Marketing, Paul Chapman Publishing, 1996.

Capaldo Antonio, Strategia, reti di imprese e capacità relazionali, Cedam, 2004.

Carlucci Daniela, Schiuma Giovanni, Knowledge assets value creation map: Assessing knowledge assets value drivers using AHP, Expert systems with applications, 2007.

Caruso Denise, The real value of intangibles, Tech & Innovation, 2008.

Castaldo Sandro, Trust in market relationships, Milano, Egea, 2008.

Cerrato Daniele, Natura e determinanti del vantaggio competitivo sostenibile nella prospettiva resource-based: alcune riflessioni critiche, Sinergie Italian Journal of Management, 2011.

Chapin Donald, Gramling Robert, The Accounting Profession: Major Issues, DIANE Publishing, 1996.

Chen Injazz, Popovich Karen, Understanding customer relationship management, Business Process Management Journal, 2003.

Chen Yu-Shan, Chang Ching-Hsun, Greenwash and green trust: the mediation effects of green consumer confusion and green perceived risk, 2013.

Cillo Paola, Lanza Andrea, La costruzione dell'identità di marca: il caso Diesel, Il Mulino, 2000.

Coda Vittorio, Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa, Giappichelli, 1991.

Copeland Tom, Koller Tim, Murrin Jack, Il valore dell'impresa. Strategie di valutazione e gestione, Il Sole 24 Ore, 2002.

Corsaro Daniela, Il valore delle relazioni di mercato, Franco Angeli, 2016.

Cortesi Alessandro, Vena Luigi, Disclosure quality under integrated reporting: a value relevance approach, Elsevier, 2019.

Costabile Michele, Il capitale relazionale, McGraw-Hill, 2001.

Courteau Lucie, Valore d'impresa e valore di bilancio. Modelli di valutazione per gli investitori azionari, Franco Angeli, 2008.

Cowe Roger, Winning with integrity, The Guardian, 1999.

Cozzi G., Molinari M., L'immagine di marca. Come costruirla, come gestirla, come comunicarla, Economia e diritto del terziario, 1990.

Cravens Karen, Guilding Chris, Strategic brand valuation: a cross-functional perspective, Business Horizons, 1999.

Cuomo Teresa, La customer satisfaction. Vantaggio competitivo e creazione di valore, Cedam, 2000.

Damodaran Aswath, The little book of valuation: how to value a company, pick a stock and profit, John Wiley & Sons Inc, 2011.

Dholakia Utpal, How consumer self-determination influences relational marketing outcomes, Journal of Marketing Research, 2006.

Di Bernardo Barbara, Rullani Enzo, Il management e le macchine. Teoria evolutiva dell'impresa, Il Mulino, 1990.

Donna Giorgio, La creazione di valore nella gestione dell'impresa, Carocci, 1999.

Dowling Grahame, Uncles Mark, Do customer loyalty programs really work?, Sloan Management Review, 1997.

Drucker Peter, Concept of the corporation, John Day Company, 1946.

Drucker Peter, La società post-capitalista. Economia, politica, conoscenza alle soglie del Duemila, Sperling & Kupfer, 1993.

Drucker Peter, Management: tasks, responsibilities and practices, Harper & Row, 1973.

Drucker Peter, The Landmarks of Tomorrow, Heineman, 1959.

Eckerson, Watson, Harnessing customer information for strategic adventage: technical challenges and business solutions, report for the data warehousing institute, 2000.

Faccincani Lorenzo, La valorizzazione della proprietà intellettuale d'impresa nel corporate lending, Giuffrè Editore, 2009.

Ferrero Giovanni, La valutazione del capitale d'impresa, Giuffrè Editore, 1966.

Fiocca Renato, Comunicazione e valore nelle relazioni d'impresa, Egea, 1996.

Fiocca Renato, Corvi Elisabetta, Comunicazione e valore nelle relazioni d'impresa, Egea, 1996.

Firth Michael, The impact of size, stock market listing, and auditors on voluntary disclosure in corporate annual reports, Accounting and business research, 1979.

Fournier Susan, Dobscha Susan, Mick David, Harvard Business Review on Customer Relationship Management, Harvard Business School Press, 2001.

Fragale Manuela, Dal branding al co-branding, Youcanprint, 2019.

Freeman Edward, Harrison Jeffrey, Wicks Andrew, Managing for stakeholders: survival, reputation and success, Yale University Press, 2007.

Freeman Robert, A Stakeholder theory, Cambridge University Press, 2010

Gelb David, Intangible assets and firms' disclosures: an empirical investigation, Journal of Business Finance & Accounting, 2003.

Giele Joan, Cote Joseph, Defining customer satisfaction, Academy of Marketing Science Review, 2000.

Grant Robert, L'analisi strategica per le decisioni aziendali, Il Mulino, 1991

Grant Robert, Toward a knowledge-based theory of the firm, Strategic Management Journal, 1996.

Gronroos Christian, Relationship approach to the marketing function in service contexts: the marketing and organization behaviour interface, Journal of Business Research, 1990.

Gruca Thomas, Rego Lopo, Customer Satisfaction, Cash Flow and Shareholder Value, Journal of Marketing, 2005.

Guatri Giorgio, Fusa Emanuela, La valutazione del capitale economico dell'impresa, Il Sole 24 Ore, 1998.

Guatri Luigi e Bini Mauro, Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Egea, 2011.

Guatri Luigi, La teoria di creazione del valore, Egea, 1991.

Gutman Jonathan, A means-end chain model based on consumer categorization processes,

Journal of marketing, 1982.

Hakala Ulla, Latti Sonja, Sandberg Birgitta, Operationalising brand heritage and cultural heritage, Journal of product & brand management, 2011.

Haskel Jonathan, Westlake Stian, Capitalism without capital: the rise of the intangible economy, Princeton University Press, 2017.

Healy Paul, Myers Stewart, Howe Christopher, R&D Accounting and the Tradeoff between Relevance and Objectivity, Journal of Accounting Research, 2002.

Holthausen Robert, Watts Ross, The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting, Journal of Accounting and Economics, 2001.

Hope Jeremy, Player Steve, Beyond Performance Management, Harvard Business Review Press, 2012.

Howard John, Sheth Jagdish, The theory of buyer behavior, John Wiley & Sons, 1969.

Iannone Barbara, La Corporate Reputation quale risorsa (intangibile) strategica, Aracne editrice, 2009.

Iasevoli Gennaro, Il valore del cliente. Misurare gli effetti della soddisfazione e della fedeltà sul valore dell'impresa, Franco Angeli, 2000.

Jones Thomas e Sasser Earl, Why satisfied customer defect?, Harvard Business Review, 1995

Kang Helen, Gray Sidney, Internally generated intangible assets: framing and discussion, Australian Accounting Review, 2008.

Kang Helen, Gray Sidney, Reporting intangible assets: voluntary disclosure practises of top emerging market companies, The International Journal of Accounting, 2009.

Kapferer Jean-Noel, Laurent Gilles, La sensibilità alla marca, Organisation, 1992.

Kaplan Robert, Norton David, Mappe strategiche. Come convertire i beni immateriali in risultati tangibili, Isedi, 2005.

Kaplan Robert, The Balanced-Scorecard – Measures that drive performance, Harvard Business Review, 1992.

Keller K.L., Lehmann D.R., How do brands create value?, Marketing management, 2003.

Kotler Philip, Keller Kevin, Marketing Management, Pearson, 2014.

La Rocca Maurizio, Il valore dell'assetto proprietario. Stato dell'arte ed evidenze in Italia, Egea, 2012.

Lanza Andrea, Knowledge Governance, Egea, 2000.

Leslie De Chernatony, Francesca Dall'Olmo Riley, Defining A 'Brand': Beyond The Literature

With Experts' Interpretations, Journal of Marketing, 1998.

Lev Baruch, Intangibles and intellectual capital, European Accounting Review, 2003.

Lev Baruch, Intangibles: management, measurement and reporting, Brookings Institution Press, 2011.

Lev Baruch, Thought Leader Interview, Rotman Magazine Fall, 2008.

Levitt Theodore, Marketing Myopia, Harvard Business Review, 1960.

Liu Yuping, The long-term impact of loyalty programs on consumer purchase behavior and loyalty, Journal of Marketing, 2007.

Low Johnatan, Cohen Pam, Invisible advantage: How intangibles are driving business performance, Perseus Publishing, 2003.

Massi Marta, Harrison Paul, La gestione del brand nel settore culturale: un confronto internazionale, Economia della cultura, 2010.

McKinney Phil, The Economics of Innovation: valuing innovation as an intangible asset, Phil McKinney Blog, 2017.

Mechelli Alessandro, La Value Relevance del bilancio di esercizio: modelli, metodologie di ricerca ed evidenze empiriche, Giappichelli, 2013.

Mele Cristina, Marketing e qualità dell'impresa che crea valore, Cedam, 2003.

Murphy John, Brand Strategy, Prentice Hall, 1990.

Musaico Alessandro, Il capitale d'impresa: configurazioni e valutazione, Mc Graw Hill, 2010.

Musaio Alessandro, Il trasferimento di ramo d'azienda, Franco Angeli, 2002.

Nahapiet Janine, Ghoshal Sumantra, Social capital, intellectual capital and the organizational advantage, Academy of Management Review, 1998.

Nelson Richard, Evolutionary Theory of Economic Change, Harvard University Press, 1990.

Nunes Joseph, Dreze Xavier, Feeling superior: the impact of loyalty program structure on consumers' perception of status, Journal of Consumer Research, 2008.

Oliver Richard, Satisfaction. A behavioural prospective on the consumer, McGraw-Hill,1997.

Orlandi Marco, Il bilancio del capitale intellettuale: gestione, valutazione e misurazione, Franco Angeli, 2002.

Parasuraman Parsu, Berry Leonard e Zeithaml Valarie, A conceptual model of service quality and its implication for future research, Journal of Marketing, 1985.

Park Whan, Jaworski Bernard, MacInnis Deborah, Strategic brand concept-image management, Journal of marketing, 1986.

Patel Pari, Pavitt Keith, Large firms in the production of the world's technology, Journal of International Business Studies, 1991.

Pedrini Pier Paolo, L'umorismo in pubblicità, Peter Lang, 2006.

Peter Paul, Olson Jerry, Consumer Behavior and Marketing Strategy, McGraw-Hill, 1990.

Pirolo Luca, La gestione d'impresa in una prospettiva relazionale, Franco Angeli, 2014.

Punj Girish, Moon Junyean, Positioning options for achieving brand association: a psychological categorization framework, Journal of Business Research, 2002.

Quagli Alberto, Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane, Franco Angeli, 2004.

Raggio Randle, Leone Robert, Drivers of brand value in practice and use of brand valuation: introduction to the special issue, Journal of Brand Management, 2009.

Renoldi Angelo, Valore dell'impresa creazione di valore e struttura del capitale, Egea, 1998.

Risitano Marcello, Le determinanti del valore della marca in una prospettiva customer-based, Tesi di Dottorato di ricerca in Scienze Aziendali, 2004.

Rust Roland, Lemon Katherine, Zeithaml Valarie, Return on marketing: using customer equity to focus marketing strategy, Journal of Marketing, 2004.

Schneider Mitch, Total customer relationship management, Thomson Delmar Learning, 2003.

Sicoli Graziella, Un'analisi delle relazioni tra creazione di valore e gestione aziendale, 2008.

Simon Herbert, Organizations and markets, The Journal of Economic Perspectives, 1991.

Squinzi Giorgio, Ritornare ai grandi valori per rispondere alla crisi, Il Sole 24 Ore, 2015.

Srivastava Rajendra, Shocker Allan, Brand equity: a perspective on its meaning and measurement, Marketing Science Institute Working Paper, 1991.

Stewart Thomas, Intellectual Capital: The new wealth of organisation, Crown Publishing Group, 2010.

Sullivan Elisabeth, Behave, Marketing news, 2008.

Tollington Tony, Separating the brand asset from the goodwill asset, Journal of Product & Brand Management, 1998.

Valdani Enrico, Busacca Bruno, Customer Based View, Finanza Marketing Produzione, 1999.

Valdani Enrico, Busacca Bruno, Customer satisfaction: una nuova sfida, Micro&Macro Marketing, 1995.

Valdani Enrico, Marketing strategico: gestire il mercato per affermare il vantaggio competitivo, Etas, 1986,

Varaldo Riccardo, Guido Gianluigi, Il consumatore come prodotto: customer satisfaction come qualità del cliente, Micro&Macro Marketing, 1997.

Vazquez Rodolfo, Iglesias Victor, The role of the brand name in obtaining differential advantages, Journal of Product & Brand Management, 2001.

Vicari Salvatore, Bertoli Giuseppe, Busacca Bruno, La valutazione dei beni immateriali nella prospettiva della fiducia, Osservatorio di marketing, 1999.

Vicari Salvatore, Brand Equity, il potenziale generativo della fiducia, Egea, 1995.

Vicari Salvatore, L'impresa vivente. Itinerario in una diversa concezione, Egea, 1991.

Vicari Salvatore, Note sul concetto di valore, Finanza, marketing e produzione, 1995.

Vicari Salvatore, Risorse aziendali e funzionamento di impresa, Finanza, Marketing e Produzione, 1992.

Woodall Tony, Conceptualising 'Value for the customer': an attributional, structural and diponitional analysis, Academy of Marketing Science Review, 2003.

Zappa Gino, Tendenze nuove negli studi di ragioneria, Istituto Editoriale Scientifico, 1927.

Zara Claudio, La valutazione della marca. Il contributo del brand alla creazione di valore d'impresa, Etas, 1997.

Zéghal Daniel, Maaloul Anis, The accounting treatment of intangibles. A critical review of the literature, Accounting forum, 2011.

Zeithaml Valarie, Consumers perceptions of price, quality and value, Journal of Marketing, 1988.