Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale (*ordinamento ex D.M. 270/2004*)

in Sviluppo Economico e dell'Impresa

Tesi di Laurea

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Il Value Based Management?

Relatore

Ch. Prof. Guido Massimiliano Mantovani

Laureando

Anna Steffan

Matricola 827517

Anno Accademico

2013 / 2014

Indice

pag.

Introduzione……1

Primo Capitolo……..2

Il valore economico

1.1 Considerazioni introduttive

1.2 La teoria della creazione del valore

1.2.1 Le parti interessate: gli stakeholder

1.2.2 Le leve per la creazione del valore

1.2.3 La comunicazione finanziaria

1.3 La misura del valore

1.3.1 Principi: il Capitale Economico

1.3.2 Metodi: il Discounted Cash Flow

1.3.3 Metodi: il WACC

1.4 I driver di valore

1.5 Confronto tra Fair Value e Market Value

Secondo Capitolo……..43

La gestione orientata al valore: il Value Based Management

2.1 Presentazione del modello

2.2 L'implementazione del Value Based Management

2.3 La strategia

2.4 Le critiche al VBM

2.5 I cambiamenti nel management e la contabilità gestionale

2.6 Il VBM e la teoria del controllo di gestione

2.7 Il VBM nelle piccole e medie imprese

2.8 Gli esiti dell'implementazione del VBM

2.9 Le prospettive future

Terzo Capitolo……80

La misurazione delle performance

3.1 La valutazione vs. la misurazione

3.2 Le misure delle performance

3.2.1 L'integrazione delle misure

3.3 Il Free Cash Flow

3.4 L'Economic Value Added

3.5 Il Cash Value Added

3.6 Il Cash Flow Return on Investment

3.7 Gli indicatori delle performance

3.7.1 La Balanced Scorecard

Conclusioni……..**119**

Bibliografia e Sitografia…….**121**

Se non sogni non speri, se non speri non credi,

se non credi non ci provi e se non ci provi

non cambierà mai nulla nella tua vita..

Introduzione

Negli ultimi tempi, a causa dei cambiamenti avvenuti in ambito economico, è stato necessario identificare nuove strategie imprenditoriali che si adattassero al contesto dinamico in cui le aziende si erano collocate. Da questa necessità si è sviluppato il Value Based Management (VBM), una strategia gestionale il cui obiettivo è la creazione di valore.

Il valore e la sua creazione sono temi sempre attuali, quindi anche questo nuovo modello di gestione è attuale e flessibile ad adattarsi ai continui cambiamenti della scena economica.

Il VBM comporta la partecipazione diretta di tutti i portatori di interesse, gli stakeholder, al fine di rispettare la mission aziendale, in modo tale da soddisfare e tutelare gli interessi di tutti i partecipanti e assicurare la redditività dell'impresa nel lungo periodo. Il management ha il ruolo di garantire la corretta applicazione di tale strategia nel tempo.

Nel primo capitolo dell'elaborato viene trattato il tema del valore economico e la teoria della sua creazione, con particolare attenzione agli stakeholder. Vengono poi presentati alcuni principi alla base della misurazione del valore e alcuni metodi, quali il Discounted Cash Flow e il WACC.

Nel capitolo successivo ci si focalizza sul tema principale della tesi: il Value Based Management. Viene presentata inizialmente l'evoluzione di tale modello dai primi anni di applicazione fino ad oggi; di seguito viene affrontato il tema della sua implementazione in azienda e dei risultati che ne derivano.

Infine, nel terzo capitolo, viene affrontato l'argomento della misurazione delle performance, attraverso diverse metodologie.

Primo Capitolo

Il Valore Economico

1.1 Considerazioni introduttive

Negli anni Ottanta ha incominciato a diffondersi l'interesse verso la determinazione del valore aziendale, a scapito del reddito.

Il termine "valore" viene spesso collegato alla realtà economica di un'azienda. Il valore non dovrebbe fare riferimento esclusivamente alla situazione attuale e alle risorse presenti, ma anche alla capacità di perdurare nel tempo. Infatti, il valore, in ambito economico, implica l'ipotesi di esistenza, di espansione e di crescita.

La nozione di valore si fonda su due concetti: il primo consiste nelle aspettative future, poiché è dipendente dai benefici che si potranno sfruttare successivamente; il secondo è la soggettività dei singoli individui nel giudicare tali benefici.

Ciò porta a considerare l'incertezza del futuro e di conseguenza il rischio ogni volta che si ha a che fare con il tema della determinazione del valore.

Il valore può essere inteso come un continuo processo di generazione di nuove risorse partendo da quelle già esistenti. Questa caratteristica di autogenerazione è decisiva per la vita di un'organizzazione e la creazione di valore economico è ciò che contraddistingue un'azienda da tutte le altre organizzazioni. Questa produzione di valore economico è il fondamento che consente l'attivazione del processo di autogenerazione delle risorse. Quindi si crea una situazione di loop in quanto la

generazione di risorse è motivata dalla creazione del valore che, a sua volta, è possibile grazie alla presenza di nuove risorse.

1.2 La teoria della creazione del valore

In ambito economico si è sempre considerato che l'obiettivo principale di un'impresa fosse il profitto. Questo era quanto sosteneva la teoria Neoclassica a cui sono state mosse delle critiche a causa dell'insufficiente considerazione del rischio derivante dall'ottenimento del profitto, che non sempre è il fine ultimo dell'azienda.

Negli anni Sessanta l'obiettivo del raggiungimento del profitto è stato sostituito dal tentativo da parte delle imprese di favorire la crescita per aumentare le proprie dimensioni.

A partire dagli anni Ottanta si è affermata con successo la teoria della creazione di valore che si fonda sul principio che l'azienda, in una situazione di libera economia, permane e si ingrandisce solo creando nuovo valore: dunque, l'autogenerazione del valore è il motivo principale della sopravvivenza aziendale nel lungo periodo, per conservare le condizioni di equilibrio e assicurare la sopravvivenza e la crescita.

L'obiettivo finale è, quindi, la creazione del valore che porta a una nuova fissazione della strategia, considerando gli elementi esterni caratterizzanti il mercato e i beni e/o servizi relativi. Vi sono due passaggi chiave riguardo l'aspetto organizzativo:

- la gestione: ricercare i vantaggi per incrementare il valore;
- il controllo: misurare periodicamente il valore.

L'applicazione di tale teoria non comporta l'esclusiva soddisfazione degli interessi di una determinata categoria di stakeholder, i proprietari, ma ne consegue una ricerca continua della soddisfazione degli interessi di tutti i partecipanti alla vita aziendale.

In ambito economico, il valore rappresenta la quantità di denaro o di merce con cui un bene o un servizio può essere scambiato.

Il concetto di creazione di valore è caratterizzato da tre elementi: le prestazioni delle imprese possono essere valutate e confrontate tra loro in base all'ottenimento degli stessi obiettivi; gli obiettivi fissati sono comuni a tutti e implicano la creazione di valore; questi obiettivi devono essere costanti nel tempo.

Rappaport ricorda che all'inizio degli anni Ottanta erano poche le aziende che gestivano l'attività tramite la teoria della creazione del valore: alcune usavano alcune tecniche o componenti della teoria sopra menzionata, come ad esempio il Discounted Cash Flow, ma nonostante tale applicazione le decisioni prese erano comunque orientate ad ottenere il profitto a breve termine.

A metà degli anni Ottanta negli Stati Uniti e in Europa in misura minore, è aumentata l'integrazione orizzontale e la diversificazione nei nuovi settori. I takeovers da parte di imprese che avevano a disposizione risorse in eccesso aumentarono di numero e di dimensioni.

I mercati azionari reagirono a tali scelte sbagliate penalizzando le quotazioni. Venne creato di conseguenza uno scostamento ("value gap") tra il valore che i mercati attribuivano ad un'azienda (capitalizzazione di mercato) e il valore che l'impresa avrebbe ottenuto se fosse stato applicato il principio dello "Shareholder Value". All'aumentare del "value gap" si fortificava l'interesse per gli acquisti d'impresa (takeover) da parte di investitori spinti da un puro interesse speculativo (raiders).

Il metodo più efficace per fronteggiare i takeovers consisteva nella gestione dell'impresa orientata alla creazione del valore per gli azionisti, si sviluppò di conseguenza l'applicazione di questo principio.

Sempre negli anni Ottanta negli Stati Uniti le vicende sopracitate costrinsero i fondi pensione e altri investitori istituzionali a riesaminare i rapporti con le aziende delle quali erano in possesso di azioni.

Proprio mentre si affievoliva il fenomeno dei takeovers, gli investitori istituzionali iniziarono a partecipare in modo attivo alla gestione dando il loro parere nelle scelte dei manager al vertice e anche nelle decisioni strategiche. La loro presenza nel frattempo era aumentata in maniera esponenziale dal momento che erano in possesso di oltre il 50% delle azioni del largo pubblico. Questa crescita era stata causata dall'emissione di una norma che aveva posto i fondi pensione sotto il controllo del U.S. Labour Department che aveva preso la decisione di affermare il principio secondo cui i fondi fossero gestiti per garantire il maggior interesse dei beneficiari. I fondi pensione di conseguenza adottarono delle politiche più restrittive per la selezione dei titoli da mantenere in portafoglio. La scelta fu presa attraverso l'analisi di indici legati direttamente o indirettamente alla creazione di valore. A differenza del passato in cui i manager potevano gestire le aziende con successo anche senza approfondire il concetto di valore, si diffuse l'idea che d'ora in poi ciò non sarebbe più stato possibile.

Le modifiche apportate per evitare di cadere sotto la minaccia dei raiders avevano determinato nella comunità economico-finanziaria americana e inglese l'accettazione del principio per cui i dirigenti di un'azienda dovessero essere sostituiti se fosse subentrato un altro management (attraverso un'azione di takeover oppure di LBO) capace di creare un più alto valore per gli azionisti attraverso l'impiego di strategie alternative.

Molti cambiamenti nella gestione delle aziende avevano determinato numerosi vantaggi per gli azionisti, anche se inizialmente erano stati traumatici. Ci si era domandati come incentivare i dirigenti ad impegnarsi maggiormente nella creazione del valore. La risposta fu individuata nella remunerazione del management stesso anche attraverso il possesso di azioni delle loro società. Il concetto di base era semplice: se il management veniva ripagato anche tramite le azioni, i suoi interessi sarebbero coincisi con quelli degli azionisti, quindi sarebbe stato incentivato a creare valore anche per costoro. Non era un ragionamento nuovo, ma fino a quel momento le quote erano state modeste. Inoltre fra la fine degli anni Settanta e gli inizi degli anni Ottanta la forte inflazione aveva deprezzato i titoli azionari.

Nella metà degli anni Ottanta cambiò il contesto economico. La Federal Reserve ottenne un grande successo nella riduzione dell'inflazione che provocò nei mercati azionari una crescita dei prezzi. Anche negli altri paesi si diffuse la politica di pagare i dirigenti tramite la proprietà di azioni.

Hinterhuber H. e Pechlaner H. (2001) identificarono una serie di obiettivi per l'attuazione di queste politiche: la prima consisteva nell'incentivare i dirigenti al vertice, attraverso la partecipazione alla crescita delle prestazioni azionarie dell'azienda, ad incrementare il valore a lungo termine; la seconda nel far coincidere gli interessi del management con quelli degli azionisti.

Un'ulteriore causa è stata individuata alla base della diffusione della creazione del valore: la crisi dei sistemi pensionistici. Nei paesi industrializzati il funzionamento dei sistemi pensionistici era determinato dalla presenza di un equilibrio tra i contributi versati e quanto pagato ai pensionati. L'invecchiamento della popolazione aveva interrotto questa situazione. È stato necessario formulare delle possibili soluzioni per risanare l'equilibrio e tra le tante la più accreditata prevedeva l'investimento di una parte delle nuove contribuzioni nei fondi pensione che a loro volta avrebbero investito in azioni. In questo modo una vasta gamma di investitori avrebbe beneficiato della creazione del valore. Questa pratica venne applicata negli Stati Uniti e in misura minore anche in Europa.

Un'azione che sia di successo a livello economico deve prefiggersi l'obiettivo della creazione di valore. Una gestione economico-finanziaria orientata al valore implica il collegamento tra la pianificazione strategica e quella finanziaria e la necessità di concretizzare in ambito operativo i vantaggi attraverso il calcolo degli investimenti.

Riguardo allo Shareholder Value è sorta una discussione a causa dell'esclusiva rilevanza della soddisfazione degli interessi degli azionisti, a scapito degli interessi degli altri stakeholder.

Le teorie più recenti hanno spostato l'attenzione dalla creazione del valore per gli azionisti alla creazione di valore per tutti i portatori di interesse dell'azienda.

1.2.1 Le parti interessate: gli stakeholder

La spinta che ha dato il via alla gestione degli stakeholder è stato il tentativo di costruire un quadro di riferimento che fosse sensibile alle preoccupazioni dei dirigenti, scossi dai continui cambiamenti aziendali e ambientali.

Come Freeman ha osservato: *"le nostre attuali teorie sono incompatibili sia con la quantità sia con i tipi di cambiamenti che si stanno verificando nel contesto imprenditoriale del 1980 ... è necessario un nuovo quadro concettuale"*. Lo studio della gestione degli stakeholder è stata una risposta a questa sfida. L'approccio ha cercato di ampliare il concetto di gestione strategica oltre le sue tradizionali radici economiche, definendo i soggetti interessati come "qualsiasi gruppo o individuo che può influenzare il raggiungimento degli obiettivi di un'organizzazione". Lo scopo della gestione degli stakeholder è stato, quindi, quello di elaborare metodi per gestire la miriade di gruppi e le conseguenti relazioni che si sono create in modo strategico.

Gli stakeholder vengono solitamente classificati in interni ed esterni, a loro volta suddivisi in primari e secondari, come dimostra la figura seguente:

Figura 1: La visione dell'impresa nella teoria degli stakeholder

L'uso del termine "parti interessate" è nato dal lavoro pionieristico svolto allo Stanford Research Institute (ora SRI International) nel 1960. Il lavoro dello SRI, a sua volta, è stato fortemente influenzato dai concetti sviluppati nel dipartimento di pianificazione di Lockheed e queste idee sono state ulteriormente sviluppate tramite il lavoro di Igor Ansoff e Robert Stewart.

Lo SRI ha sostenuto che i manager erano fondamentali per comprendere le preoccupazioni degli azionisti, dei dipendenti, dei clienti, dei fornitori, dei finanziatori e della società, al fine di sviluppare gli obiettivi sostenuti dagli stakeholder. Pertanto, la gestione avrebbe dovuto esplorare attivamente le relazioni tra tutte le parti interessate al fine di sviluppare delle strategie di business e ciò potrebbe avvenire unendo insieme questi concetti relativi agli stakeholder: la pianificazione aziendale, la teoria dei sistemi, la responsabilità sociale delle imprese e la teoria organizzativa.

La pianificazione aziendale ha riconosciuto semplicemente che le parti interessate potrebbero porre dei limiti all'azione della società. Così facendo, la direzione dovrebbe comprendere le esigenze delle parti interessate, al fine di impostare i limiti di funzionamento. Tuttavia, all'interno di questi limiti la gestione dovrebbe sviluppare delle strategie che massimizzino i benefici per un singolo gruppo di parti interessate, gli azionisti. Al contrario, lo SRI ha sostenuto la centralità del sostegno di tutte le parti interessate per il raggiungimento del successo aziendale. Pertanto, le strategie di successo sono quelle che integrano gli interessi di tutti gli stakeholder, piuttosto che massimizzare la posizione di un gruppo all'interno di limitazioni imposte dagli altri.

La pianificazione aziendale ha due elementi principali: la previsione e l'adattamento. In primo luogo, la gestione effettua una scansione ambientale per identificare le tendenze che aiutano a prevedere il futuro ambiente di business. In secondo luogo, la gestione identifica il modo migliore per l'impresa di adattarsi all'ambiente futuro per massimizzare la sua posizione.

La teoria dei sistemi ha radici complesse, ma la considerazione che è rilevante per la teoria degli stakeholder è stata diffusa da Russell Ackoff e C. Ovest Churchman (1947). La teoria dei sistemi enfatizza i collegamenti esterni che fanno parte di ogni organizzazione. Così, le organizzazioni vengono descritte come «sistemi aperti» e sono parte di una rete molto più grande, piuttosto che come entità autoportanti indipendenti. Da una prospettiva di sistema, i problemi possono essere risolti solo con il sostegno di tutti i membri, o parti interessate, nella rete. La teoria dei sistemi accentua lo sviluppo di strategie collettive che ottimizzino la rete. Le strategie di ottimizzazione individuali non sono al centro dell'analisi di questo tipo di approccio. L'intenzione alla base di queste teorie organizzative è quello di descrivere e spiegare l'esistenza e la natura dell'organizzazione. La teoria dei sistemi e la teoria dell'organizzazione soffrono di alcune limitazioni nella loro applicazione nel mondo degli affari. In primo luogo, la natura collettivistica dell'approccio rende difficile incorporare l'autonomia della società. Se le imprese non hanno nessuna autonomia, allora è difficile comprendere sia il significato della strategia aziendale sia il ruolo del

management. In secondo luogo, una volta che i problemi sono stati formulati, non c'è un avvio o un finale per l'analisi. Pertanto, il valore di questi approcci per le strategie di business sembra limitato ai mercati monopolistici in cui gli obiettivi della società e gli obiettivi della rete entrano in allineamento.

Un importante contributo della letteratura della responsabilità sociale è stato quello di ampliare l'ambito di analisi degli stakeholder, di cui alcuni gruppi erano stati tradizionalmente omessi. Infatti, molti di questi gruppi sono stati ignorati perché si presumeva avessero un rapporto conflittuale con l'impresa. Quest'idea che tutti i soggetti, definiti ampiamente, fossero ugualmente importanti è stato un ostacolo all'ulteriore sviluppo di questa teoria.

La gestione degli stakeholder suggerisce che i manager devono definire e attuare quei processi che soddisfino tutti quei gruppi che hanno un interesse nel settore. Il compito centrale in questo processo è di gestire e integrare le relazioni e gli interessi degli azionisti, dipendenti, clienti, fornitori, comunità e altri gruppi, in modo da assicurare il successo a lungo termine dell'impresa.

Gli interessi delle principali parti interessate devono essere integrati con lo scopo della società e i rapporti con gli stakeholder devono essere gestiti in modo coerente e strategico. La gestione degli stakeholder che è stata sviluppata presenta diverse caratteristiche differenti. Prima di tutto, è destinata a favore degli attori per fornire un unico quadro strategico, sufficientemente flessibile per affrontare i cambiamenti ambientali senza richiedere ai manager di adottare regolarmente nuovi paradigmi strategici. In secondo luogo, un approccio degli stakeholder è un processo di gestione strategica piuttosto che un processo di pianificazione strategica. La pianificazione strategica si concentra sul tentativo di predire il futuro ambiente e, quindi, di sviluppare autonomamente progetti per sfruttare la posizione dell'impresa. Al contrario, la gestione strategica traccia attivamente una nuova direzione per l'impresa e considera come l'impresa possa influenzare l'ambiente e come l'ambiente possa influenzare la società. In terzo luogo, la preoccupazione centrale di un approccio degli

stakeholder è la sopravvivenza dell'impresa, identificata nelle parole di Freeman come "il raggiungimento degli obiettivi di un'organizzazione".

In quarto luogo, un approccio di gestione degli stakeholder incoraggia a sviluppare strategie che guardino al di fuori dell'azienda e che investano in tutti i rapporti che garantiranno il successo a lungo termine. In quinto luogo, l'approccio delle parti interessate è un approccio sia prescrittivo sia descrittivo, piuttosto che puramente empirico e descrittivo. Lo scopo dell'approccio strategico è quello di pianificare attivamente una nuova direzione per l'impresa. Esso si basa su fatti e analisi concreti, e dunque è descrittivo. In sesto luogo, l'approccio dei soggetti interessati si riferisce concretamente a "nomi e facce" degli stakeholder, piuttosto che analizzare semplicemente i particolari ruoli delle parti interessate. Infine, la gestione degli stakeholder richiede un approccio integrato al processo decisionale strategico. I manager devono trovare dei modi per soddisfare i molteplici attori contemporaneamente.

Dal 1984 l'interesse accademico per gli stakeholder è cresciuto e si è ampliato.

Come è stato spiegato precedentemente, la maggior parte delle ricerche sul concetto di stakeholder ha avuto luogo in quattro sotto-settori: le teorie normative del business; la governance aziendale e la teoria organizzativa; la responsabilità sociale delle imprese e delle prestazioni; e la gestione strategica.

Donaldson e Preston (1995) hanno sostenuto che le teorie degli stakeholder potrebbero essere classificate secondo punti descrittivi, strumentali o normativi. Secondo la visione descrittiva la teoria dovrebbe semplicemente illustrare che le imprese sono costituite dalle parti interessate; una teoria strumentale dovrebbe dimostrare che le imprese che tengono in considerazione i loro stakeholder elaborano strategie di successo; una teoria normativa dovrebbe descrivere il motivo per cui le imprese dovrebbero prendere in considerazione le parti interessate.

Secondo Phillips e Reichart (1998), “la teoria è spesso incapace di distinguere quegli individui e quei gruppi che sono parti interessate da quelli che non sono”. Mitchell, Agle e Wood hanno affrontato questo problema sviluppando un quadro per l'identificazione degli stakeholder tramite l’utilizzo di criteri qualitativi di potere, legittimità e urgenza.

Harrison e St. John hanno proposto una distinzione tra l’analisi degli stakeholder e la gestione delle parti interessate. La gestione degli stakeholder è costruita su una mentalità di partenariato che coinvolge la comunicazione, la negoziazione, l’amministrazione, la gestione delle relazioni e la motivazione. Questi diversi aspetti della gestione degli stakeholder sono tenuti insieme dalla strategia aziendale che definisce ciò che l'azienda rappresenta. L'etica è una parte fondamentale di questi processi, in primo luogo, perché un comportamento immorale può avere costi elevati e, in secondo luogo, perché i codici di etica forniscono la coerenza e la fiducia necessarie per una proficua collaborazione.

Harrison e St. John sono stati in grado di combinare gli approcci tradizionali con quelli delle parti interessate perché hanno usato l'approccio degli stakeholder come un quadro generale entro il quale gli approcci tradizionali potevano operare come strumenti strategici.

Svendsen conclude che, in un mondo sempre più volatile, “la capacità di bilanciare gli interessi di tutti gli stakeholder sarà una caratteristica distintiva di successo delle società nel prossimo decennio. Questo non significa che le aziende saranno in grado di soddisfare gli interessi di tutti per tutto il tempo. Tuttavia, le aziende che hanno un forte insieme di valori e che possono comunicare i loro obiettivi di business chiaramente manterranno il supporto degli stakeholder quando i risultati non saranno a loro favore”[1].

[1] Freeman R.E., McVea J., “A stakeholder approach to strategic management”, The Darden School, University of Virginia, Working Paper No 01-02

1.2.2 Le leve per la creazione del valore

Il management doveva prefiggersi il raggiungimento della massimizzazione del valore nel lungo periodo e per fare ciò era necessario garantire agli investitori un livello del Cash Flow adeguato, dove la determinazione del livello soddisfacente si poteva ricavare da una comparazione con i flussi prodotti dai concorrenti principali.

Unitamente a quanto appena esposto, un'ulteriore leva alla base della creazione del valore riguardava l'efficacia nella comunicazione degli obiettivi fissati e poi raggiunti agli investitori.

In sintesi, la creazione del valore comporta la creazione di cassa attuale e futura da parte del management e la sua comunicazione al mercato.

Le scelte prese dal management per raggiungere l'obiettivo dell'aumento del valore comportano una specifica conoscenza di alcuni aspetti: l'esito che hanno la strategia aziendale e quella di portafoglio sui value drivers e la capacità delle unità organizzative di produrre un rendimento che sia superiore al costo delle attività; la struttura finanziaria deve essere in linea con la strategia aziendale; la comunicazione deve rivolgersi in modo adeguato alla comunità finanziaria; lo sviluppo dell'azienda è determinato dall'utilizzo delle opportunità e dalla velocità di crescita.

Tra le leve per la creazione del valore devono essere menzionate anche tutte le modifiche apportate dalla direzione per migliorare la gestione operativa.

Le decisioni della strategia riguardo l'azienda e le singole unità di business sono il primo passo verso un processo integrato di creazione di valore; infatti, è necessario innanzitutto individuare le basi su cui si fonda il vantaggio competitivo.

La prima decisione da prendere riguarda la strategia di portafoglio: spesso vi sono in un'azienda unità destinate alla creazione di valore e unità destinate, invece, alla distruzione e non è sempre semplice distinguere le une dalle altre.

In seguito a questa prima azione, è necessario considerare se il vantaggio di ogni unità sia sostenibile, dal momento che la sua sostenibilità permetterà la generazione di flussi di cassa futuri da destinare agli investitori.

Quindi, è fondamentale la creazione di sistemi per la selezione dei progetti, di sistemi per la misurazione degli esiti ottenuti, di sistemi per incentivare la direzione.

1.2.3 La comunicazione finanziaria

Le aziende che sono quotate in Borsa devono ricevere il responso finale dal mercato a causa del fatto che l'obiettivo ultimo è la creazione di valore per gli azionisti.

Nasce, quindi, la necessità di utilizzare una strategia di comunicazione che sia destinata ai portatori di capitale di rischio, che comporti il giusto riconoscimento del valore economico aziendale da parte della Borsa.

Analizzando gli indici borsistici, è emerso che l'effettivo valore aziendale non sempre è stato riconosciuto dai mercati azionari.

Lo scopo della strategia di comunicazione finanziaria consiste nel disporre in linea il valore di mercato e il valore calcolato all'interno dell'azienda.

A livello pratico, serve per prima cosa comparare il valore di mercato con il valore economico dell'azienda. L'azienda viene valutata tramite il valore corrente basandosi su una previsione futura dei risultati economici e finanziari attuali. È un'analisi che può essere eseguita da qualsiasi analista finanziario tramite l'utilizzo delle informazioni rese pubbliche.

Se il valore corrente è largamente superiore al valore di mercato, si può desumere che non vi sia alla base una comunicazione e di conseguenza i titoli vengono deprezzati dal

mercato, oppure che vi sia la comunicazione, ma sia stata recepita scorrettamente o focalizzata su elementi poco attraenti per il mercato.

In questa situazione è fondamentale che si verifichino dei confronti tra il management e l'analista finanziario per discutere delle previsioni future e capire l'ottica del mercato.

Se, invece, è il valore di mercato ad essere superiore al valore corrente, si possono verificare degli sconti di alcune convenienze interne ed esterne da parte del mercato, considerando che il management possa attuarle o che il mercato sovrastimi lo sviluppo aziendale e settoriale futuro.

In entrambi i casi, il management dovrebbe indirizzare le attese degli investitori, in modo da rispettare la realtà ed evitare delle rischiose esagerazioni. Il management dovrebbe segnalare e correggere la sbagliata aspettativa, mantenendo un atteggiamento prudente.

Dopo questa prima fase di confronto tra i due valori, si prosegue con la diffusione delle informazioni riguardo alle strategie adottate e alle azioni per lo sviluppo aziendale. Questo è uno step da affrontare con attenzione in quanto è fondamentale convincere il mercato che le strategie proposte sono valide, in modo da spingere ad un aumento di valore non ancora approvato.

Dopo le fasi iniziali, si deve definire il livello di approfondimento della comunicazione finanziaria riguardo alle strategie e alle politiche di sviluppo.

Rendendo pubbliche tali informazioni devono essere rispettate due regole fondamentali:

1. il riepilogo: l'obiettivo è quello di rendere disponibile al mercato finanziario tutte le informazioni possibili, in modo che possa valutare correttamente;
2. l'attendibilità dei dati: è necessario chiedersi sempre se i dati proposti siano veritieri.

In sintesi, la comunicazione aziendale verso i mercati finanziari va stabilita rispettando il fatto che l'impresa sia interessata al riconoscimento da parte del mercato dello stesso valore economico presentato nei prospetti aziendali; il valore aziendale venga definito nel mercato dell'equity; l'azienda dovrebbe fornire al mercato finanziario informazioni inerenti i suoi piani futuri e il valore economico ed essere, quindi, in sintonia con il mercato stesso.

1.3 La misura del valore

La misura del valore delle aziende rappresenta, soprattutto oggi, un tema fondamentale per le operazioni finanziarie e in generale per la scelta della giusta strategia e gestione.

La sempre maggiore attenzione riguardo i problemi di stima delle imprese, cioè i problemi di valore, trova le sue origini e gli stimoli nell'influenza della crescita delle aziende per via esterna, che evidenzia il bisogno di tenere sotto controllo il rischio di acquisizioni a prezzo elevato e di evitare cessioni a condizioni svantaggiose; nella ripetizione e nella difficoltà delle operazioni sul capitale, delle fusioni e scissioni, in generale delle operazioni di finanza straordinaria; nell'esigenza di gestire le relazioni tra le quotazioni di mercato e i valori caratteristici; infine, nel parere che i tradizionali risultati contabili non rappresentino in maniera veritiera le prestazioni dell'azienda.

Da questo nasce il bisogno di affiancare ai tradizionali risultati contabili stime ed informazioni in riferimento alla creazione del valore.

Guatri sostiene che il processo che porta a determinare il valore di un'azienda debba essere influenzato da principi e metodi il cui fine è fornire una misura che sia soddisfacente in materia di razionalità, dimostrabilità, imparzialità e stabilità.

Tale misura è razionale se è il risultato di un'operazione logica e credibile nella quale vengono utilizzate formule facilmente dimostrabili, cioè i cui dati sono reperibili e verificati. La valutazione, inoltre, deve garantire la totale obiettività delle scelte e delle decisioni prese.

Si può giungere alla conclusione che la valutazione aziendale è un processo risultante da una vasta serie di principi e metodi differenti[2].

1.3.1 Principi: il Capitale Economico

Il capitale economico indica la capacità aziendale di generare reddito nel futuro, che corrisponde al capitale individuato quando si valuta un'impresa. La valutazione aziendale può essere motivata da una eventuale cessione, da una quotazione in borsa o dall'attuazione di operazioni di finanza straordinaria, quali ad esempio fusioni o scissioni[3].

Prima di approfondire il concetto di valore economico è necessario precisare che tale valore non è l'unico esistente per compiere una valutazione ed è compito dell'analista capire in base alle finalità della valutazione quale logica utilizzare.

Infatti, è dovere del valutatore differenziare il valore effettivo del capitale economico dal suo valore potenziale.

Il valore del capitale economico è collegato alla capacità di produrre reddito già in possesso dell'azienda o di prossimo reperimento; mentre il valore potenziale è connesso alle prospettive dei flussi sia di reddito sia di cassa futuri, determinati dalle scelte strategiche e da altri fattori i cui dati sono incerti.

---

[2] Tonon Fabio, *Valutazione d'azienda: logiche e principi*

[3] Capitale economico, http://www.inftub.com/geografia/ragioneria/CAPITALE-ECONOMICO-ANALISI-DI-55124.php

I dati che si ottengono sul capitale economico sono ragionevoli e facilmente dimostrabili, mentre il valore potenziale è fortemente influenzato dalla componente di lungo periodo[4].

Esistono diverse metodologie per determinare il valore economico.

Il metodo reddituale si fonda sulla produzione da parte dell'azienda del reddito, che è fortemente relazionato con il capitale economico o il valore aziendale.

Tramite il metodo reddituale il capitale si ottiene dalla media del reddito aziendale degli ultimi cinque anni, senza prendere in considerazione le conseguenze derivanti da elementi esterni all'azienda. Quindi, viene preso in esame esclusivamente il reddito derivante dalla gestione, talvolta al netto degli oneri.

Per il calcolo si utilizza il tasso di interesse più elevato rispetto alla media della remunerazione del corrispondente settore.

In sintesi, stimare attraverso il metodo reddituale non produce un risultato relativo al guadagno duraturo, ma un calcolo inerente una rendita temporanea, solitamente della durata di cinque anni.

Il metodo patrimoniale ha il suo punto di partenza nel patrimonio netto rettificato, da cui determina il capitale economico. Questo metodo ha validità solamente se il reddito prodotto da un'impresa è strettamente dipendente dal relativo patrimonio.

Il metodo finanziario viene utilizzato per stimare il capitale economico di quelle aziende in cui c'è un forte legame tra la produzione futura di reddito e la predisposizione a svolgere attività di finanza.

Il metodo misto risulta necessario nei casi in cui il patrimonio non esprime chiaramente la capacità di reddito, ma è necessario considerare anche un'altra componente: l'avviamento (goodwill). L'avviamento corrisponde al valore intangibile di un'azienda e rappresenta il suo posizionamento nel mercato; a livello contabile si

[4] M. Bini e L. Guatri, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2004

ottiene dalla differenza tra il patrimonio aziendale e il prezzo a cui l'azienda verrebbe venduta.

Considerare il capitale economico implica l'assunzione dell'ottica dell'investitore di capitale, cioè di colui che si interessa ad ottenere la massima quantità di denaro derivante dall'utilizzo del proprio capitale.

Il capitale economico è uno strumento di misurazione del capitale proprio che è richiesto dall'azienda per contrastare un determinato rischio.

In particolare, corrisponde all'importo del capitale essenziale per fronteggiare le perdite generate dal rischio con un livello di confidenza stabilito.

Come detto sopra, dal capitale proprio proviene il capitale necessario a coprire i rischi, tale bisogno di capitale può essere limitato dalla sottoscrizione di apposite polizze assicurative che tutelano il contraente tramite delle garanzie o attraverso il trasferimento del rischio a terzi.

Le aziende devono contrastare una vasta gamma di rischi: dal rischio di mercato, a quello di credito, al rischio operativo, a quello di business e a quello di liquidità. Ogni rischio è caratterizzato da una propria misura, anche se il capitale economico si sta imponendo come linguaggio specifico.

I primi studi sostengono che il capitale economico possa essere ottenuto applicando un approccio top-down. Basandosi sugli utili ricavati quotidianamente, settimanalmente o mensilmente, si può raggiungere una distribuzione che rappresenta i rischi di mercato, operativi e di credito e la loro connessione. Su questi fondamenti, fissare un livello di confidenza permette di determinare gli utili a rischio (EaR), che in seguito vengono trasformati in capitale economico individuando il capitale proprio richiesto al momento per garantire la compensazione dei futuri EaR da utili privi di rischio.

La formula della determinazione del capitale economico è la seguente:

$$Capitale\ Economico = Earnings\ at\ risk/r$$

dove *r* è il tasso di interesse risk-free.

A causa dei problemi di reperibilità delle informazioni riguardanti gli utili e della determinazione del capitale economico dell'intera azienda e delle singole unità operative, per calcolare il capitale economico viene di solito utilizzato un approccio dal basso verso l'alto.

Alcune aziende sfruttano un unico modello per il calcolo del capitale, motivando questa scelta col fatto che i diversi rischi presentano delle caratteristiche comuni. La maggior parte delle aziende, comunque, sviluppa un modello per ogni varietà di rischio. Le differenti misure ottenute vengono poi associate.

A questo punto, sorge il problema di come affrontare la correlazione tra i diversi tipi di rischio. Sommare i singoli risultati del capitale economico produce una situazione di correlazione positiva, cioè la completa assenza di diversificazione. La determinazione della correlazione tra le varie tipologie di rischio risulta, quindi, un'attività difficile da svolgere, per questo si sono diffuse politiche di attuazione: il modello bottom-up e il modello top-down.

Il primo modello si sviluppa in cinque fasi.

La prima consiste nella stima delle ripartizioni dei fattori di rischio; la seconda nel legame che unisce i fattori determinati nella precedente fase con i singoli rischi; in seguito ci si concentra sulla produzione delle funzioni di perdita marginale per le modifiche dei fattori di rischio; poi viene identificata la forma di dipendenza; infine, si pone attenzione alla produzione della distribuzione aggregata dei cambiamenti dei fattori.

Il modello top-down, invece, è costituito da tre fasi. La prima consiste nel calcolo approssimato dei singoli capitali economici; la seconda nella determinazione della

forma di dipendenza; e, infine, la terza nella produzione della distribuzione dei vari rischi[5].

Per calcolare il valore prodotto dall'azienda, la prima operazione da svolgere è quella della suddivisione del valore nelle seguenti componenti: il valore derivante dall'attività caratteristica; il valore dell'attività secondaria; il valore della posizione finanziaria netta; il valore del capitale azionario.

Questa scomposizione del valore è fondamentale soprattutto perché:

- le attività secondarie seguono un particolare andamento del valore non influenzato dalla gestione caratteristica. Quindi, il valore dell'attività caratteristica deve essere separato dai cambiamenti avvenuti nel valore delle attività accessorie;
- la posizione finanziaria netta è collegata alla dinamica dei tassi di interesse e alle probabili quotazioni di mercato;
- il valore del capitale azionario può essere calcolato addizionando il valore del capitale investito in attività caratteristiche, il valore dell'attività secondaria e il valore della posizione finanziaria.

In questo modo si ottiene un valore del capitale netto che corrisponde con il capitale economico riferito all'ambito della ragioneria.

Le diverse tipologie di valutazione possono essere riferite a quattro principali politiche: l'approccio fondato sui flussi di risultato; l'approccio basato sulla creazione del valore; l'approccio patrimoniale; l'approccio di mercato.

Il primo approccio identifica l'opinione che un'azienda ha valore per gli esiti economici che riesce a produrre. Quindi, esso implica una connessione tra i risultati ottenuti e le misure delle prestazioni. Nel dettaglio, i metodi valutativi che si basano su questo approccio considerano il valore del capitale aziendale funzione del flusso degli esiti futuri.

[5] Risk Italia, "Idee di capitale economico", Inverno 2007

Si possono identificare all'interno di questo primo approccio due categorie di metodi:

- i metodi finanziari: identificano nei cash flow l'elemento rilevante per determinare il valore. Per questi metodi il valore aziendale è espresso in funzione dei cash flow attesi;
- i metodi reddituali: riconoscono all'interno del reddito la figura fondamentale per determinare il valore. Applicando questi metodi, il valore viene espresso in funzione della rispettiva capacità reddituale attesa.

Il secondo approccio, fondato sulla creazione del valore, intende il valore dell'azienda come la somma del valore patrimoniale e del valore generato, interpretato come avviamento o come valore attualizzato dei flussi di sovraprofitto. Tale approccio si basa sul concetto che il capitale aziendale viene valutato in funzione della disponibilità di beni e della capacità della direzione di ottenere saggi di remunerazione. In questa categoria di approcci rientrano i metodi utilizzati per il calcolo dell'Economic Value Added.

L'approccio patrimoniale si basa sulla valutazione degli elementi che costituiscono il capitale, presi singolarmente. Il valore aziendale viene espresso in funzione del proprio patrimonio netto aggiustato ai valori correnti. Questo approccio è caratterizzato dall'attenzione che viene destinata ai fattori presenti nell'attivo che determinano il patrimonio immateriale dell'azienda. Si possono individuare due sottocategorie:

- i metodi patrimoniali semplici: considerano solo i beni materiali;
- i metodi patrimoniali complessi: valorizzano gli intangibles. All'interno di questi metodi si possono individuare i metodi analitici che utilizzano metodologie di stima analitiche, e i metodi empirici che sfruttano criteri sulla base delle azioni condotte dagli operatori.

L'approccio di mercato definisce il valore del capitale in funzione del prezzo. È necessario che siano sviluppati degli indicatori del valore, i multipli, ricavati dal rapporto tra il prezzo effettivo del capitale aziendale preso di riferimento e il valore di

alcune misure aziendali. I rapporti così ottenuti possono essere applicati anche all'azienda presa in considerazione.

Recentemente, si sono diffusi alcuni metodi innovativi per cui il valore aziendale è espresso sulla base del valore creato o distrutto oppure sulla base delle prestazioni economiche.

In conclusione, si possono identificare diversi metodi, alcuni fondati sul preventivo dei flussi e altri fondati sulle grandezze; un'ulteriore suddivisione è quella esistente tra i metodi semplici e quelli complessi, in base a come vengono applicate le formule.

Determinare il valore aziendale implica un'azione difficile, per questo motivo non è possibile stabilire un metodo operativo univoco, ma ogni valutazione è determinata da specifiche azioni aziendali.

La scelta del metodo di valutazione da attuare è importante perché ogni metodo genera un suo risultato. Non esiste un metodo ottimale, ma ognuno ha delle peculiarità.

1.3.2 Metodi: il Discounted Cash Flow

Il **D**iscounted **C**ash **F**low (**DCF**) è il metodo più avvalorato per valutare le singole unità di business aziendali che sono in grado di generare flussi di cassa. Mette a confronto il valore dell'azienda con la capacità di generare flussi finanziari che soddisfano le attese di ritorno degli investitori[6].

Secondo la pratica predominante, il valore del capitale aziendale è ottenuto dalla somma tra il valore dei Cash Flow Operativi netti che verrano prodotti in futuro, attualizzati al tasso pari al WACC; la posizione finanziaria netta, cioè debiti finanziari

[6] Discounted Cash Flow, http://it.wikipedia.org/wiki/Discounted_cash_flow

meno le disponibilità finanziarie e i titoli a reddito fisso; e il valore di mercato delle attività appartenenti alla gestione non caratteristica.

Il valore dell'impresa dovrebbe essere costituito da tre elementi: i cash flow prodotti, l'arco temporale di riferimento e la rischiosità. Questi tre fattori vengono fusi nel calcolo del valore aziendale secondo il DCF, rappresentato dalla seguente formula:

$$Valore\ aziendale = \sum_{t=0}^{n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

in cui:

- CF_t rappresenta il cash flow atteso nel corrispondente periodo t, dove CF_0 è l'uscita necessaria a finanziare l'investimento;
- *t* identifica il numero di anni della prospettiva;
- *r* è il tasso corretto per il rischio inerente l'attività che si sta valutando.

I flussi dipendono dal tipo di attività considerata: se si tratta di azioni, si fa riferimento ai dividendi; se sono obbligazioni, si parla di cedole e valore nominale; nel caso di un investimento, ci si riferisce ai flussi al netto delle tasse[7].

Il rischio attribuito ai cash flow stimati determina la variabilità del tasso di attualizzazione; sarà più elevato nel caso di attività più rischiose, mentre, al contrario, sarà ridotto in presenza di attività più sicure[8].

Il metodo del DCF varia in base al soggetto a cui si riferisce e nella cui ottica viene calcolato il valore.

[7] "Il metodo di valutazione DCF: l'attualizzazione dei flussi di cassa", http://www.apogeonline.com/2002/libri/88-7303-864-6/ebook/pdf/864_capitoloSecondo.pdf
[8] Metodo del Discounted Cash Flow, http://www.valutazioneazienda.it/1/metodo_del_discounted_cash_flow_6546720.html

Secondo la teoria finanziaria classica, i flussi presi in considerazione sono quelli finanziari futuri resi disponibili per gli azionisti. Tali flussi determinano il valore economico aziendale secondo la formula seguente:

$$W_k = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{div_t}{(1 + k_e)^t}$$

in cui:

- W_k è il valore economico del capitale di rischio;
- div_t rappresenta il dividendo degli azionisti;
- k_e identifica il costo del capitale.

Nel caso di una situazione stabile, il dividendo può essere sostituito dal flusso finanziario o dal reddito futuro.

Gli elementi che influenzano in maniera quantitativa la determinazione del valore sono la misura che deve essere attualizzata e il corrispettivo tasso di attualizzazione.

Il Discounted Cash Flow utilizza due approcci per determinare il valore aziendale: l'asset side e l'equity side.

L'asset side ha l'obiettivo di valorizzare il capitale investito nel suo complesso e esamina i flussi monetari operativi, compresi gli oneri finanziari (FCFF). Al contrario, l'equity side si serve del valore totale delle attività a cui viene sottratto il debito, cioè considera i flussi al netto degli oneri (FCFE).

Gli **FCFE** (acronimo di **F**ree **C**ash **F**low to **E**quity) hanno lo scopo di calcolare in modo approssimativo i rendimenti, secondo l'ottica dell'investitore in azioni. Quindi gli FCFE si ottengono con i seguenti calcoli:

Ricavi –

Costi operativi =

EBITDA –

Ammortamenti =

EBIT –

imposte sull'EBIT =

NOPAT +

Oneri finanziari –

Effetto fiscale =

Utile lordo d'esercizio ±

Ammortamenti e accantonamenti =

Flusso di circolante della gestione corrente ±

Δ Capitale circolante netto =

Flusso monetario della gestione corrente ±

Δ Capitale fisso =

Flusso monetario della gestione operativa ±

Δ Altre attività e passività =

FREE CASH FLOW TO EQUITY

Il **FCFF** (acronimo di **F**ree **C**ash **F**low to **F**irm), invece, ha come obiettivo ultimo la stima del valore aziendale e si determina come segue:

Ricavi –

Costi operativi =

EBITDA –

Ammortamenti =

EBIT –

imposte sull'EBIT =

NOPAT ±

Ammortamenti e accantonamenti =

Flusso di circolante della gestione corrente ±

Δ Capitale circolante netto =

Flusso monetario della gestione corrente ±

Δ Capitale fisso =

Flusso monetario della gestione operativa ±

Δ Altre attività o passività =

FREE CASH FLOW TO FIRM

In sintesi, un approccio valuta l'azienda dal punto di vista dell'attivo, mentre l'altro studia i flussi disponibili per gli azionisti.

Le differenze a livello di formule tra un metodo e l'altro consistono nell'aspetto dei cash flow espressi al numeratore e nel tasso di attualizzazione impiegato al denominatore:

$$EQUITY\ SIDE:\ \ Valore\ del\ capitale\ netto = \sum_{t=1}^{T} \frac{FCFE_t}{(1+K_e)^t}$$

$$ASSET\ SIDE:\ \ Valore\ dell'impresa = \sum_{t=1}^{T} \frac{FCFF_t}{(1+wacc)^t}$$

in cui:

- $FCFE_t$ è il cash flow atteso a disposizione degli azionisti all'epoca t;
- $FCFF_t$ rappresenta il cash flow atteso dagli investitori al tempo t;
- *wacc* è il costo medio ponderato del capitale;
- K_e è il costo del capitale di rischio;
- *T* è la vita dell'investimento.

I modelli del Discounted Cash Flow, in conclusione, analizzano la stima di tre fattori: i cash flow correnti, il corrispondente tasso atteso di crescita e il tasso di attualizzazione.

1.3.3 Metodi: il WACC

Determinare il costo del capitale non è semplice perché i dati spesso non sono precisi, per questo motivo potrebbe essere vantaggioso considerare una gamma di tassi di attualizzazione rispetto ad un unico valore.

Per ottenere una stima migliore del costo del capitale si devono considerare delle ipotesi di base. La prima riguarda il costo del capitale che è considerato dall'azienda come un costo-opportunità e non come una semplice fuoriuscita di denaro; la seconda sostiene che il costo del capitale dovrebbe essere al netto delle tasse dal momento che anche i flussi di cassa lo sono; e, infine, la terza afferma che il costo del capitale aziendale dovrebbe comprendere sia i costi derivanti dall'equity che quelli riguardanti il debito.

Presi in considerazione i principi appena citati, i flussi di risultato dovrebbero essere attualizzati attraverso il costo medio ponderato del capitale, il cosiddetto **WACC,** l'acronimo di **W**eighted **A**verage **C**ost of **C**apital.

Il WACC deve determinare un valore che rappresenti i ritorni attesi dai diversi investitori, considerando in modo adeguato i singoli elementi che lo determinano.

In termini algebrici, il WACC può essere interpretato come una media del costo del capitale di terzi e del costo del capitale di rischio, ponderata con i pesi del debito e del capitale proprio:

$$WACC = K_e * \left[\frac{E}{D+E}\right] + K_d * [\frac{D}{D+E}]$$

in cui:

- *E* corrisponde all'equity, cioè al capitale proprio;
- *D* è il capitale di terzi;

- K_e rappresenta il costo del capitale proprio;
- K_d identifica il costo del debito.

Obbligatoriamente la media dei costi del capitale proprio e del capitale di terzi dovrebbe venire pesata tramite l'equity e il debito a valori di mercato. Tali valori non sempre sono facili da ricavare, per questo è necessario fare riscorso ai corrispettivi book value. Naturalmente questo genererà un errore corrispondente alla differenza tra il valore di mercato e il valore sostitutivo.

Riguardo agli elementi della formula proposta sopra, è necessario fare alcune precisazioni:

- il costo del debito K_d, che dovrebbe rappresentare il rischio d'insolvenza e il vantaggio fiscale derivante dal debito, si ricava come segue:

$$K_d = (1 - t) * b$$

  dove:

  - *(1-t)* rappresenta lo scudo fiscale e *t* l'aliquota d'imposta;
  - *b* è il costo medio atteso del capitale di terzi.

- il costo del capitale proprio K_e, che dovrebbe raffigurare la rischiosità nell'investire in un'azienda, non è semplice da ricavare. Consiste nel ritorno minimo desiderato dagli investitori affinché finanzino l'azienda piuttosto che un investimento alternativo.

  È a tutti gli effetti un costo-opportunità che dovrebbe essere rapportato con il tasso risk-free del mercato.

  Il calcolo del costo del capitale proprio è più articolato e spesso si fa riferimento a modelli il cui scopo è valutare il risultato degli investimenti a rischio. Tra questi modelli, il più utilizzato è il Capital Asset Pricing Model (CAPM) che porta alla determinazione del rendimento di un'attività tramite la seguente formula:

$$r_j = \alpha_j + \beta_j r_m + \varepsilon_j$$

in cui:

- r_j è il rendimento della j-ima attività;
- α_j e β_j indicano i parametri richiesti dal modello;
- r_m è il rendimento del portafoglio di mercato;
- ε_j è una variabile casuale la cui media è 0 e la varianza è nota.

Riassumendo, la definizione globale del WACC risulta essere un'articolata funzione di molteplici variabili, tra cui l'organizzazione delle fonti di un'azienda, la volatilità delle azioni ed il premio al rischio del mercato.

Il premio al rischio corrisponde alla differenza tra il tasso di interesse dell'attività risk free e il tasso di sconto dei flussi di pagamento futuri, soggetti ad aleatorietà, dell'attività rischiosa.

Il premio al rischio di un'attività risulta essere proporzionale a quello di mercato tramite il coefficiente β. Beta, che viene assunto costante nel tempo, rappresenta il grado di reazione dell'attività rispetto ai cambiamenti del mercato. Tanto più elevato è il valore assunto da Beta, tanto più alto sarà il rendimento dell'attività; in genere, si assume il β corrispondente al settore a cui l'attività appartiene in modo tale da ridurre al minimo l'errore[9].

Si possono individuare tre aree critiche del costo medio ponderato del capitale.

La prima riguarda il tasso d'attualizzazione; è fondamentale che per tutto il periodo preso in esame si mantengano costanti il tasso del capitale proprio, il tasso del debito e l'aliquota d'imposta, che i flussi siano capienti o che le norme in ambito fiscale permettano di aggiornare le perdite contabili. In seguito, si deve considerare che in

[9] Il modello di Capital Asset Pricing, www.assogestioni.it

situazioni normali di valutazione i flussi devono essere attualizzati tramite diversi WACC, uno per ogni flusso.

La seconda, finora poco analizzata, comporta che i tassi siano ponderati non a valori contabili, ma a valori di mercato. Questo porta a risolvere il problema dei pesi che, per garantire l'unicità del WACC, devono mantenersi costanti nel tempo.

L'ultima riguarda l'esigenza, per poter applicare il WACC, che il rapporto tra D e V rimanga stabile per tutta la durata del progetto, ciò significa che il debito deve seguire il valore dell'investimento.

Nel caso, per una scelta di finanziamento, il debito sia indipendente dal valore V, è impossibile utilizzare un solo WACC. A questa situazione si può ovviare applicando il valore attuale modificato (APV) e l'utilizzo dei WACC multipli, uno per ogni intervallo preso in considerazione.

La formula del modello APV è la seguente:

$$W_k = \sum_{t=0}^{T} \frac{FCFF_t}{(1 + K_e(u))^t} + \sum_{t=0}^{T} \frac{K_d * D_t * t}{(1 + K_d)^t}$$

in cui:

- *W* è il valore economico del capitale;
- $FCFF_t$ rappresenta il Free Cash Flow to Firm al tempo t;
- $K_e(u)$ identifica il costo del capital di rischio dell'impresa priva di debiti;
- K_d è il costo del capitale di terzi;
- D_t rappresenta il capitale di terzi;
- *t* è l'aliquota d'imposta;
- *T* indica la vita aziendale.

Applicando il WACC risulta:

$$W_k = \sum_{t=0}^{T} \frac{FCFF_{t+1}}{\prod_{i=0}^{t}(1 + wacc_i)}$$

dal momento che il WACC risulta essere:

$$wacc = K_D(1 - t) * \frac{D_t}{V_{l,t}} + K_{e,t} * \frac{E_t}{V_{l,t}}$$

I pesi presenti nella formula precedente sono noti perché calcolati tramite il modello APV, mentre deve essere ricavato il $K_{e,t}$ che, con una serie di calcoli, risulta essere:

$$K_{e,t} = \frac{(V_{u,t} * K_{e,u} + VAts_t * K_d)}{E_t}$$

1.4 I driver di valore

La gestione aziendale si è prefissata il raggiungimento della massimizzazione dei rendimenti per gli azionisti; i fattori che massimizzano il valore sono detti "value driver" e sono il primo obiettivo su cui si focalizza l'azienda.

I value drivers sono degli elementi caratterizzanti la determinazione del valore di un'azienda. Individuare il significato di tali determinanti del valore è una questione

molto importante per coloro che dirigono l'azienda e tentano di massimizzare il suo valore.

I driver del valore stabiliscono una relazione tra le scelte finanziarie e le conseguenze sul valore aziendale creato. Essendo a conoscenza di questi legami, è possibile ottenere dei risultati importanti ai fini della gestione orientata alla creazione del valore.

Identificare e gestire i driver del valore aiuta il management a concentrare la propria attenzione sulle attività con un forte impatto sul valore. Questa attenzione permette di tradurre l'ampio obiettivo della creazione del valore in azioni specifiche, con maggiore probabilità di generare valore.

I driver di valore possono essere classificati in tre grandi categorie: i fattori di crescita, i driver di efficienza e i driver finanziari.

Concentrandosi sui driver, il management può dare la priorità alle attività specifiche che interessano le performance di ciascuna area di business.

Esaminare e definire la dinamica dei value driver permette alle aziende di identificare e capire le responsabilità per funzione e livello all'interno dell'organizzazione.

La maggior parte delle aziende gestisce la propria attività come se ogni elemento operativo fosse ugualmente importante e molti manager operativi hanno una solida conoscenza delle variabili che impattano sulle performance aziendali. Il problema che nasce è che tali variabili sono spesso troppo numerose.

I driver di valore sono identificabili tramite due semplici modi: hanno un significativo impatto sul valore e sono controllabili.

L'analisi dei value driver è un'importante base per la pianificazione strategica, aiutando la gestione, attraverso le sue operazioni, a definire le leve strategiche critiche. Il management può indirizzare la pianificazione strategica a concentrarsi sulle strategia di crescita.

In breve, le determinanti del valore garantiscono che la strategia si fondi sulla realtà della performance operativa.

L'identificazione dei value driver è un processo che prevede tre fasi.

La prima riguarda lo sviluppo di una mappa dei value driver del business: per capire dove si trovano i value driver all'interno dell'azienda, è necessario rompere i parametri operativi del business in sempre più piccoli componenti fino a raggiungere il livello in cui risiedono le decisioni della gestione operativa. Si deve poi documentare quali fattori specifici influenzano ampiamente le misure, come ad esempio la crescita delle vendite, il margine operativo, ecc.

La seconda fase comporta l'esecuzione del test sulla sensibilità dei value driver: dopo il raggruppamento dei livelli di base per ogni fattore di funzionamento, è necessario esaminare come i cambiamenti in ogni fattore impattino sul valore complessivo del business. Ciò porta spesso a opportunità interessanti che possono cambiare le priorità della gestione.

Infine, l'ultima fase prevede il test sulla controllabilità: ogni variabile deve essere esaminata per scoprire quelle che il management può controllare.

L'analisi dei value driver richiede un investimento sia di tempo sia di energia da parte del management. Tuttavia, le aziende che hanno deciso per tale investimento hanno scoperto che questa analisi aiuta a focalizzare l'attenzione del management su un numero gestibile di value driver. Inoltre, vengono fornite anche le basi per la determinazione delle strategie che ottimizzano le prestazioni dei driver e massimizzano la creazione di valore.

Una volta che il management è riuscito a costruire un consenso attorno ai driver di valore, ci si può concentrare sulla logistica dell'aumento delle performance dei value driver[10].

Una tecnica per dare rilievo alle prestazioni delle determinanti del valore consiste nella costruzione di misure di tali performance nei sistemi di misurazione periodica e di strutture di ricompensa del business.

Il management deve concordare quali misure dei value driver vuole per monitorare e poi sviluppare una normale struttura di reporting che comprenda queste misure.

Di seguito viene riportata una lista dei sette principali value driver:

- il tasso percentuale annuale delle crescite delle vendite;
- il margine operativo (ante oneri non operativi, quali gli interessi passivi e le imposte);
- l'aliquota d'imposta sulle entrate di cassa;
- il tasso di investimento del capitale fisso;
- il tasso di investimento nel capitale circolante;
- l'orizzonte di pianificazione;
- il costo del capitale.

I primi cinque driver di valore possono essere utilizzati per calcolare il free cash flow per ogni anno dell'orizzonte temporale di pianificazione. Questi vengono poi attualizzati al costo del capitale della società.

In sintesi, l'analisi dei driver di valore può essere uno strumento potente per focalizzare l'attenzione del management sulle attività che hanno un'influenza maggiore sul valore.

Tuttavia, ciò comporta un notevole impegno del management e pertanto devono essere stabilite delle priorità all'interno dell'azienda.

[10] L.E.K. Consulting Executive Insights, "Identifying and Managing Key Value Drivers", volume I, issue 1

Una volta conclusa, quest'analisi può contribuire a garantire che le strategie e il processo decisionale siano allineati ai driver del valore per il business.

1.5 Confronto tra Fair Value e Market Value

La recente crisi che ha colpito il mondo finanziario ha evidenziato il ruolo svolto dai principi contabili, tra cui il fair value, i quali sono stati studiati approfonditamente dagli organismi tecnici, dagli studiosi e dalle autorità politiche. Si era diffusa l'idea che il fair value (definito spesso mark to market) fosse stato uno dei fattori che hanno generato la crisi e ne avesse accresciuto le conseguenze.

La crisi ha, inoltre, posto l'attenzione su alcuni assunti sostenuti dai principi contabili internazionali IAS e IFRS; in particolare si è aperta una discussione con oggetto il postulato che sosteneva la sempre maggiore importanza dei prezzi di mercato ai fini dell'analisi del bilancio ed il loro crescente utilizzo come strumento di valutazione delle attività, soprattutto quelle di natura finanziaria[11].

Le norme contabili definiscono il Fair Value come il prezzo di vendita o di acquisto di un bene e tale transazione coinvolge soggetti adeguatamente informati, indipendenti tra loro e con differenti obiettivi.

È una metodologia che ha occupato il posto del costo storico[12] nelle valutazioni, grazie al fatto che è in grado di rappresentare il possibile valore di un bene, in modo indipendente ed oggettivo, analizzando sia le condizioni del mercato sia le particolari

[11] G. Strampelli, "Gli IAS/IFRS dopo la crisi: alla ricerca dell'equilibrio tra regole contabili non prudenziali e tutela della stabilità patrimoniale della società", ODC, Il diritto commerciale europeo di fronte alla crisi, 29 gennaio 2010

[12] La valutazione attraverso il costo storico prevedeva la determinazione del valore, in termini monetari, corrispondente alla somma richiesta per l'acquisto o per la produzione di un fattore.

caratteristiche del bene preso in esame. Di conseguenza il fair value non appare come un prezzo effettivo, ma come una misura monetaria che rappresenta una stima attorno alla quale possono coincidere le diverse richieste delle due parti disposte ad effettuare lo scambio, e che, per questo motivo, non è influenzata dai condizionamenti soggettivi, nati dalle diverse peculiarità dei contraenti. È, comunque, una misura che si riferisce a due soggetti astratti, pertanto non è prevista una concreta transazione.

Lo scopo principale del fair value, quindi, consiste nel determinare un prezzo che sia il più simile possibile a quello che sarebbe rilevato durante un'operazione libera di scambio tra i soggetti. In base al prezzo determinato, vengono poi valutate le attività e le passività dell'azienda.

Da tale definizione emergono degli elementi distintivi del Fair Value: il consenso e l'informazione di entrambe le parti e la totale autonomia della trattativa in quanto non sono presenti limiti che influenzino l'esito della transazione[13].

Il fair value non è adatto a rappresentare il vero valore di un'attività finanziaria se i mercati si dimostrano illiquidi e i prezzi presentano un'elevata volatilità. Se si verificano tali condizioni, il fair value è condizionato in modo rilevante da elementi "esterni" connessi all'andamento generale del mercato e non riflette i "valori basilari" di una particolare attività.

Durante i periodi di volubilità economica, la valutazione delle attività tramite il fair value inserisce all'interno del bilancio di esercizio la volatilità dei mercati e provoca la conseguente determinazione di utile o perdita non effettivi, con l'esito di aumentare la volatilità della performance e della solidità patrimoniale della società.

Gli strumenti finanziari possono essere misurati tramite due tecniche: attraverso il costo ammortizzato oppure al fair value; la scelta della categoria alla quale appartiene uno specifico strumento viene effettuata sulla base del modello di business e dei flussi di cassa previsti.

[13] Fair Value, http://it.wikipedia.org/wiki/Fair_value

Vengono valutati al costo ammortizzato tutti quelli strumenti il cui obiettivo è la produzione di cash flow destinati al detentore dell'attività in date stabilite.

Le attività finanziarie che non presentano le suddette caratteristiche vengono misurate con il metodo del fair value.

Per il calcolo del fair value degli strumenti finanziari, gli IAS individuano tre diversi stadi di inputs. Il primo è costituito dalle quotazioni all'interno di un mercato attivo; nel caso il mercato sia inattivo o le quotazioni siano influenzate da operazioni forzate, il fair value viene ottenuto tramite le quotazioni di elementi finanziari caratterizzati da peculiarità simili oppure attraverso l'uso di metodologie valutative, che devono basarsi principalmente su inputs reperibili sul mercato; infine, il terzo livello è costituito dagli inputs non reperibili nel mercato e determinati da stime e prospettive fornite dagli amministratori.

Comunque, qualsiasi sia il livello di inputs utilizzato, si deve giungere ad una stima del valore che si avvicini il più possibile al prezzo dello strumento finanziario che si sarebbe ottenuto in una possibile transazione tra soggetti indipendenti alla data dell'operazione. Inoltre, nel caso in cui l'uso di tali tecniche di valutazione non permetta la determinazione di una stima attendibile del fair value, gli elementi che rappresentano il capitale ed eventuali derivati connessi devono essere determinati attraverso l'utilizzo del costo storico.

L'impiego di pratiche di valutazione fondate su inputs non reperibili nel mercato può portare alla determinazione di valori contabili più rilevanti, ma i prezzi di mercato non sono modificabili e pertanto ne consegue che sono più facilmente controllabili.

Il Valore di Mercato, invece, viene definito come la somma stimata alla quale un bene verrebbe ceduto in una transazione in cui sono coinvolti un venditore e un acquirente

consenzienti, alla data della stima e alle abituali condizioni di mercato, dopo una adeguata commercializzazione[14].

Tale valore è strettamente collegato alla propensione al rischio, di cui è dipendente, ed è il risultato del rapporto tra il flusso di cassa e il tasso di sconto corrispondente. I tassi di sconto presentano delle differenze in quanto sono caratterizzati da gradi di rischio diversi, ad esempio:

- il valore industriale di un'azienda è il rapporto tra il Free Cash Flow Operativo e il costo del capitale aziendale k_o:

$$W - Industriale = FCFO/k_o$$

- il valore di mercato del debito si ottiene dividendo il Free Cash Flow to Debt holders per il tasso di attualizzazione del debito k_d, ottenuto attraverso un'attività di monitoraggio:

$$B = FCFD/k_d$$

- il valore di mercato dell'equity risulta dal rapporto tra il Free Cash Flow to Equity e il suo tasso di attualizzazione k_e:

$$S = FCFE/k_e$$

Il Valore di mercato è un concetto distinto dal prezzo di mercato. Il primo è "il vero valore di fondo" secondo gli standard teorici, mentre il secondo può essere definito

[14] Valore di Mercato (Market Value), http://it.wikipedia.org/wiki/Criteri_e_valori_di_stima#Valore_di_Mercato_.28Market_Value.29

come "il prezzo al quale si può trattare" ed è il risultato dell'incontro tra la domanda e l'offerta. In generale, all'aumentare della domanda di un bene o servizio corrisponde un aumento del prezzo. Viceversa se la domanda diminuisce, anche il prezzo di mercato diminuisce[15]. Il concetto è più comunemente invocato nei mercati inefficienti o in situazioni di disequilibrio in cui i prezzi di mercato non riflettono il vero valore di mercato del bene sottostante. I principi contabili internazionali IAS e IFRS propongono delle soluzioni, dette "circuit breakers", con lo scopo di scongiurare che i prezzi di mercato "falsati", derivanti da mercati inattivi o da operazioni forzate, condizionino i valori nel bilancio.

Il Valore di mercato è anche distinto dal fair value in quanto il fair value dipende dalle parti in causa. Ad esempio, l'International Valuation Standards sostiene che il fair value richiede la valutazione del prezzo equo tra due parti specifiche, tenendo conto dei rispettivi vantaggi o svantaggi ottenuti dalla transazione. Il fair value è spesso usato quando si intraprendono operazioni societarie, qualora particolari sinergie tra le due parti possano comportare che il prezzo che è ritenuto equo tra loro sia superiore al prezzo che potrebbe essere ottenuto nel mercato più ampio.

In genere per determinare il valore si fa uso di due tipologie di prospettiva: la "prospettiva di mercato" e la "prospettiva dell'utente". Nella prospettiva di mercato , le parti interessate assumono l'esistenza di condizioni normali e tipiche del mercato. Il valore di mercato è un tipo di valore che viene utilizzato quando i compratori e i venditori operano all'interno di un mercato ben definito, in condizioni che sono presupposte tipiche e normali.

La prospettiva dell'utente è una prospettiva che non viene utilizzata quando si sviluppa un giudizio di "valore di mercato". Questo perché il punto di vista dell'utente tiene

[15] Prezzo di mercato, http://it.wikipedia.org/wiki/Prezzo_di_mercato

conto degli obiettivi dell'utente stesso, che potrebbero essere in contrasto con le attese degli operatori sul mercato[16].

Il fair value di un'attività è spesso equivalente al suo valore di mercato. Ad esempio, nel caso in cui una società che ha acquistato un'altra società non ricava un particolare vantaggio o svantaggio dalla vendita del bene subito, ed entrambe le società possono liberamente vendere l'attività sul mercato aperto, allora il fair value per l'attività coincide con il suo valore di mercato. Tuttavia, più frequentemente, una società deterrà un leggero vantaggio e questo porterà ad avere diversi valori.

[16] Maloney David, "Market Value vs. Fair Market Value: What's the Difference?", Appraisal Course Associates

Secondo Capitolo

La Gestione orientata al Valore: il Value Based Management

Il rapido sviluppo tecnologico, la globalizzazione dei mercati, i cambiamenti esterni sempre più frequenti e la necessità di reagire rapidamente alle sfide ambientali competitive hanno portato a cicli di pianificazione strategica che gradualmente sono diventati un processo continuo. È stato necessario attuare nuove strategie: il VBM riflette un salto qualitativo nella "ideologia" di stima e di prendere decisioni manageriali.

Una volta individuato l'obiettivo dell'impresa nella creazione di valore, la dottrina ha cercato di determinare i fattori chiave del successo o dell'insuccesso di un'azienda. Si è giunti a identificare nella figura dell'imprenditore le seguenti peculiarità: la propensione al rischio; la capacità di attirare e gestire le risorse; un determinato livello di visionarietà, cioè la capacità di saper predire il futuro.

Anche se i termini "valore per gli azionisti" e "value based management" possono essere relativamente nuovi, le idee dietro di essi, ovviamente, non lo sono, a giudicare dalle molte pubblicazioni del passato: Smith nel 1776; Marshall nel 1898; Preinreich nel 1936 e nel 1938 Lücke; Solomon nel 1965; Peasnell nel 1982; Goetzmann & Garstka nel 1999. Tutti questi autori si sono resi conto che una società ottiene un profitto quando tutti i costi sono coperti, compresi i costi di capitale, sia il debito sia il patrimonio netto. Questa teoria non ha ottenuto molta attenzione, però, fino alla pubblicazione del libro "La creazione di valore per gli azionisti" di Alfred Rappaport nel 1986. Da quel momento, molti titoli di giornale spesso hanno evidenziato la necessità

per le organizzazioni di concentrarsi sul valore per gli azionisti, invece che sui profitti contabili. A quel tempo il Value Based Management (VBM) è stato coniato per rendere operativa la creazione di valore per gli azionisti.

La massimizzazione del valore aziendale sta diventando un obiettivo di fondamentale importanza; quindi, il Value Based Management è una gestione orientata al futuro.

2.1 Presentazione del modello

Lo sviluppo del concetto di creazione di valore ha portato all'individuazione nel Value Based Management di un processo manageriale che applicato alla gestione aziendale consente il raggiungimento dell'obiettivo di massimizzazione del valore per gli azionisti.

Nel 1986 Alfred Rappaport pubblicò il suo libro "La creazione di valore per gli azionisti", che divenne una fonte di ispirazione per la ricerca nell'ambito del VBM. L'autore, nella prefazione della sua opera, affermò che l'obiettivo di una società di aumentare il valore per gli azionisti era difficilmente discutibile. Tuttavia, quello che emerge essere il tema generale del libro, "vi è grande incertezza su come valutare le strategie e le prestazioni successive con misure che sono collegate in modo attendibile con l'obiettivo di fornire il massimo rendimento per gli azionisti".

In ambito aziendale il Value Based Management (VBM) è un approccio di gestione secondo il quale ogni obiettivo, tecnica e pratica di gestione viene attuata con lo scopo di massimizzare il valore dell'impresa[17]. Il principio su cui si fonda tale gestione prevede che gli investimenti sostenuti dall'azienda diano un ritorno maggiore del costo del capitale investito, per cui tutte le decisioni, che siano di natura strategica,

[17] Formentini Isabella, "Processi aziendali e creazione del valore", LogiMasterNews n. 2 - Giugno 2003

operativa o finanziaria, devono basarsi su parametri strettamente legati alla generazione dei flussi di cassa nel lungo periodo[18].

Il concetto del VBM include da un lato come l'azienda sia riuscita a creare valore, ossia viene fatto un riferimento ai driver di valore, e dall'altro come il valore venga misurato; viene, quindi, posta l'attenzione sugli investimenti, sul cash flow operativo, sulla vita economica e sul costo del capitale.

Il modello del VBM prende in considerazione le prestazioni aziendali nel loro complesso, non in termini di massimizzazione del reddito, ma secondo la capacità di assicurare un ritorno del capitale proprio coerente con quello garantito dal mercato per le attività con uguale rischio.

In questo modello viene preso come fondamento delle decisioni della strategia aziendale il valore del capitale economico.

Tale caratteristica è determinata anche da due contesti: la crescente divisione della proprietà dal potere direzionale e la sempre maggiore attenzione data ai beni immateriali nel definire il grado di competitività aziendale.

Questo ha provocato la sempre maggiore rilevanza di alcune informazioni ricavabili dall'analisi della strategia, dalla determinazione del modello di business, dai fattori chiave del vantaggio competitivo, dall'analisi dei punti deboli e di quelli di forza, dalle occasioni e dai vincoli esistenti. Su questi dati si fonda il Value Based Management.

Il Value Based Management viene definito come un un approccio formale alla gestione aziendale che ha lo scopo di raggiungere gli obiettivi di massimizzazione del valore per gli azionisti nel lungo periodo; inoltre, è un approccio alla gestione secondo cui gli obiettivi, le tecniche e i processi vengono stabiliti e coordinati tra loro per aumentare il valore dell'impresa. Tale scopo viene raggiunto concentrando le decisioni prese dal

[18] Ittner Christopher D., Larcker David F., "Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective", Journal of Accounting and Economics, 32 (2001)

management sui drivers di valore. Infine, il Value Based Management può indicare un approccio manageriale che ha come primo obiettivo la massimizzazione del valore per gli azionisti[19].

Queste tre definizioni presentano delle caratteristiche comuni[20]; infatti, l'obiettivo principale è stato fissato nella massimizzazione del valore; la gestione viene attuata con l'unico scopo di creare valore, per raggiungere questo risultato vengono di conseguenza fissati obiettivi, strategie, processi, tecniche e performance aziendali; e tutte e tre le descrizioni vedono nel Value Based Management uno strumento per valutare se le attività di gestione già attuate o in corso di attuazione sono state svolte con successo o meno.

Il Value Based Management può essere interpretato anche come una sintesi di diverse discipline perché dalla finanza ha tratto l'obiettivo di creare valore aziendale e utilizza il Discounted Cash Flow (DCF) come strumento di valutazione. Il management, inoltre, deve prendere le decisioni tenendo in considerazione le aspettative future di coloro che hanno investito nell'azienda; dalla strategia il VBM utilizza il concetto di creazione di valore interpretato come l'esito degli investimenti avvenuti in nicchie di mercato dove l'azienda prevale sui suoi concorrenti; dalla contabilità sono state utilizzate le strutture e i principi alla base dei bilanci, modificati poi per raggiungere gli obiettivi prefissati; e dall'organizational behavior è stato tratto il sistema di incentivi e misure che influenza le persone ad operarsi per incrementare il valore per gli azionisti.

I principi alla base della finanza vennero introdotti nelle tecniche adottate dai manager e messi in pratica soprattutto dalle società di consulenza che sono state tra i primi a sviluppare e a diffondere le principali metodologie utilizzate nel Value Based Management. È necessario tenere a mente che la gestione orientata alla creazione di

[19] Ameels A., Bruggeman W., Scheipers G., "Value Based Managemnet: an integrated approach to value creation a literature review", Vlerick Leuven Gent Management School

[20] Pellicelli Michela, "Value based management. Approccio manageriale al tramonto?", Pavia University Press, 2003

valore non implica l'esclusivo utilizzo di nuovi strumenti di misurazione delle performance come possono essere il Free Cash Flow o l'Economic Value Added.

L'elemento che caratterizza il Value Based Management è la correlazione che si instaura tra i processi, la pianificazione e i sistemi stabiliti dal management con lo scopo di creare valore per gli azionisti.

La gestione basata sul valore è un processo che ha inizio con la scelta della strategia da attuare e termina con il raggiungimento dei risultati finanziari e il collegamento tra la fase iniziale e quella finale deve essere creato dal management.

Come detto in precedenza, sono molti gli autori che hanno definito e descritto il Value based management e da queste analisi sono emerse le seguenti caratteristiche in comune: il VBM prende in considerazione tutti i costi di capitale. Quando gli utili contabili comprendono solo il costo del debito (interessi), il valore economico è creato solo quando i profitti netti superano i costi per il debito e quelli per l'equity. Un altro aspetto in comune è che il VBM è un approccio manageriale. L'applicazione del VBM richiede più di un calcolo di una misura che include il costo del capitale. Si tratta di un approccio in cui le tecniche, i concetti e gli strumenti sono utilizzati per conseguire gli obiettivi dell'impresa, relativi a tutte le aree funzionali organizzative (ad esempio produzione, logistica, strategia, finanza, contabilità e risorse umane) e a tutti i livelli.

Infine, le descrizioni concordano sul fatto che il VBM è costruito attorno ai driver di valore. Queste attività possono essere espresse sia in termini finanziari sia non finanziari, e possono coinvolgere tutti i livelli organizzativi.

Una vasta ricerca sul value based management, condotta principalmente da Boulos nel 2001, ha rivelato cinque elementi chiave che generano valore. Il primo elemento chiave è un esplicito impegno di valore, che diventa evidente a tutti, quando l' azienda definisce gli obiettivi dei soci per guidare e prevedere le azioni future . L'istruzione e la formazione intensiva di un gran numero di dirigenti e dipendenti nel processo di creazione di valore per gli azionisti e nella consapevolezza di come le loro azioni

possono contribuire alla creazione del profitto economico, costituisce il secondo elemento. Il terzo elemento citato è la costruzione della proprietà. L'abilità delle singole unità di business è il quarto elemento principale. Tale potenziamento riguarda la valutazione delle opzioni strategiche e il successivo investimento, basato sulla massimizzazione delle unità di business. Infine, il quinto elemento principale riguarda le riforme del processo di massimizzazione. Le regole più importanti in materia di questi vasti programmi sono: evitare la complessità contabile, individuando il valore, integrando il budgeting con la pianificazione strategica e, ultimo ma non meno importante, investendo in sistemi informativi per sviluppare una strategia aziendale globale.

Una corretta applicazione di questi cinque elementi chiave è necessaria per poter beneficiare del VBM.

Secondo Hennel e Warner, sono individuabili alcuni fattori chiave che rendono il VBM un processo efficiente: l'impegno del management al vertice; l'utilizzo della comunicazione e della formazione; il coinvolgimento dei responsabili operativi; l'utilizzo di misure e sistemi coerenti con gli obiettivi; le remunerazioni in linea con il valore creato; e, infine, il continuo potenziamento.

Il VBM, secondo Cornelius e Davies, può essere considerato come un processo costituito da tre fasi. La prima riguarda l'individuazione dell'origine della creazione di valore per ogni attività: gli obiettivi fissati vengono raggiunti dai manager che gestiscono il controllo attraverso i driver di valore, tra cui i tre principali sono: il margine di profitto, la crescita dei volumi e il controllo del capitale circolante e delle attività.

La seconda fase comporta la definizione di una gamma di indicatori delle performance che affianchino i manager nei cambiamenti comportamentali. Non esistono delle misure standard da utilizzare, ma variano in base agli obiettivi e al periodo di riferimento. Per esempio, i confronti sono spesso misurati in percentuale, mentre gli obiettivi in valore quantitativo; per la misurazione della performance operativa

vengono utilizzate misure di breve periodo, mentre per le strategie misure di lungo periodo. La creazione del valore per gli shareholder deve essere misurata sia a livello delle singole unità di business sia a livello di corporate;

Infine, l'ultima fase prevede la programmazione della comunicazione che garantisca la diffusione delle informazioni a tutti i livelli dell'organizzazione.

Per attuare il Value Based Management devono essere affrontati due passaggi chiave. Il primo è la creazione di un contesto in cui il VBM sia coerente con gli obiettivi, la cultura e la struttura dell'attività. Gli obiettivi devono mirare alla massimizzazione del valore per gli azionisti e la struttura deve essere organizzata in modo tale che le singole unità di business agiscano in modo quasi autonomo;

Il secondo passo fondamentale richiede lo sviluppo di sistemi integrati che siano basati sul valore, questo implica l'esistenza di coerenza tra i sistemi di pianificazione e quelli di controllo.

Secondo Leon Kahmi, un'azienda deve fissarsi determinati obiettivi: deve assicurarsi che il management al vertice si impegni nello sviluppo del VBM; deve far sì che tutti i processi stabiliti dal management considerino il valore aziendale; deve fornire al management gli strumenti adeguati per prendere le decisioni; deve fissare delle strategie, i cui obiettivi siano differenti da quelli dei concorrenti; deve occuparsi della formazione del personale; deve facilitare la comunicazione intra-aziendale; deve garantire la giusta proporzione tra gli incentivi assegnati ai manager e il valore creato; deve osservare l'impatto che avviene sul comportamento; deve selezionare le giuste misure per il valore.

Secondo Arnold G. e Davies M. è necessario fornire ai manager un'adeguata formazione, degli obiettivi ed un'informazione del management in modo tale da renderli in grado di prendere le giuste decisioni ai fini della creazione del valore. La formazione può avvenire interattivamente, ma il metodo migliore è l'apprendimento pratico giorno per giorno con l'utilizzo del Value Based Management. Inoltre il vertice

può dare il suo contributo assistendo e influenzando i manager nell'attuazione delle strategie scelte.

In conclusione, si può riassumere l'attività del management in cinque livelli: gli obiettivi, le strategie, le misure, i processi e, infine, le decisioni operative. In ciascun livello si può verificare la creazione o la distruzione del valore.

Se la creazione di valore viene fissata come risultato finale, l'attenzione del Value Based Management è interamente focalizzata sui processi di gestione.

Secondo chi è a favore dell'applicazione del VBM, tale processo sarebbe considerato come un utile strumento a disposizione del management per determinare un equo equilibrio tra le scelte a breve termine e quelle a lungo termine. Infatti gli strumenti tradizionali per misurare i risultati, quali ad esempio il budgeting che si focalizza sugli obiettivi di breve periodo, molto spesso non forniscono i giusti elementi per prendere le decisioni che siano in linea con gli interessi degli investitori.

Sotto questo presupposto, la creazione di valore implica che la redditività sia elevata, durevole e sicura.

È elevata quando dipende dall'operato dell'azienda: se si riesce ad ottenere il maggior reddito possibile dall'utilizzo di un capitale oppure, al contrario, a ridurre il capitale in seguito ad una determinata quantità di reddito.

La redditività durevole consiste nella capacità di studiare le prospettive future e di gestirle.

La redditività sicura, infine, riguarda la minimizzazione del rischio o l'accettazione del rischio stesso.

A tale fine, il VBM deve rendere disponibili una serie di indicatori che supportino il processo decisionale.

Negli ultimi anni si è giunti ad una conclusione tra l'interesse a breve termine e quello a lungo prendendo come punto di partenza la nozione di valore economico che implica

un'unione tra l'ottica di breve periodo con quella di lungo, le aspettative degli azionisti con quelle dei clienti e dei collaboratori.

Riassumendo, si può affermare che il Value Based Management si basa su tre elementi. Il primo è la creazione di valore per gli azionisti; segue la gestione che comporta la conoscenza, che a sua volta richiede la misurazione; infine, il fatto che il successo del VBM si ottiene solo se tale gestione è assunta da tutta l'organizzazione.

Figura 2. Il Value Based Management (http://www.b2corporate.com/value-based-management-valore-in-azienda)

2.2 L'implementazione del Value Based Management

"Al fine di massimizzare il valore, i manager aziendali devono non solo soddisfare, ma arruolare il sostegno di tutti gli stakeholder aziendali - clienti, dipendenti, dirigenti, fornitori, comunità locali. Il top management gioca un ruolo fondamentale in questa funzione attraverso la sua leadership e efficacia nella creazione, progettazione, e sostenimento della visione strategica della società".

(Jensen, 2001)

Per misurare il contributo del value based management nell'amministrazione di una società sono state sviluppate diverse metriche, per lo più da società di consulenza.

Il rapporto economico fondamentale alla base del Value Based Management, in paesi con mercati dei capitali ben sviluppati, è che il valore per gli azionisti, ossia il valore di mercato delle azioni ordinarie della società, è determinato attualizzando i flussi di cassa che gli investitori si aspettano di ricevere su un orizzonte temporale di lungo tempo. Il valore dell'impresa è successivamente una funzione di tre fattori principali: la grandezza, la tempistica e il grado di incertezza dei flussi finanziari futuri derivanti dall'esecuzione degli investimenti progettati e dalle decisioni prese per quanto riguarda il finanziamento dell'impresa.

In breve, il free cash flow consente alle aziende di pagare gli interessi; pagare il capitale sui prestiti; pagare i dividendi; e acquistare azioni[21].

Questi sono i quattro modi in cui le aziende restituiscono denaro ai loro investitori, e quindi, le aspettative di tale flussi di cassa saranno il fattore determinante finale del valore di un'azienda in una prospettiva di mercato dei capitali.

[21] Vareschi & Partners, "Value Based Management"

Se si studia l'analisi del valore per gli azionisti di Rappaport, il pensiero alla base consiste nel concetto di variazione del valore attuale dei flussi finanziari futuri, attraverso cui si calcola il valore creato per gli azionisti.

Il valore residuo è una componente significativa per la determinazione del valore di un'impresa, la sua dimensione dipende direttamente dalle assunzioni per il periodo di previsione. In secondo luogo, non esiste una formula unica per il valore residuo. Il suo valore dipende da una valutazione della posizione competitiva del business, alla fine del periodo di previsione.

Il debito, considerato la seconda componente di valore per gli azionisti, comprende il valore di mercato del debito, le passività pensionistiche non finanziate, e il valore di mercato dei crediti di altri, quali azioni privilegiate.

In linea con il concetto economico di profitto (o reddito economico), la creazione di valore per gli azionisti affronta la variazione del valore nel periodo di previsione.

Al fine di poter gestire il valore per gli azionisti, Rappaport introduce il margine minimo di profitto operativo di cui un'azienda ha bisogno per raggiungere e mantenere il valore delle azioni in un determinato periodo, quindi il livello a cui l'attività guadagnerà esattamente il tasso minimo accettabile di rendimento, cioè, il suo costo del capitale.

Una volta stabiliti i requisiti di investimento e le caratteristiche di rischio di una strategia, la creazione di valore per gli azionisti è determinata dal prodotto dei seguenti fattori: la crescita delle vendite, la soglia di spread incrementale (= margine di profitto sulle vendite incrementali) e la durata in cui la diffusione del valore soglia dovrebbe essere positivo (cioè la durata della crescita del valore).

Abilità manageriali e concorrenza sono le determinanti fondamentali delle performance economiche di un'impresa nel tempo.

L'utilizzo del VBM, come i risultati finanziari di controllo, fornisce degli incentivi nell'indirizzare il comportamento manageriale durante il processo decisionale, portando ad una riduzione nelle spese di capitale investito.

Questa enfasi che viene posta sul capitale investito e sul costo del capitale sembra anche avere ripercussioni positive sulle prestazioni. Le metriche di VBM non sono utilizzate come unica misura, ma come combinazione di altre misure finanziare e non, e talvolta con value driver espliciti, suggerendo così i controlli d'azione.

Il livello di abilità manageriale di un'azienda si ricava, a lungo termine, dalla misura in cui i clienti credono di aver ricevuto un alto valore di prodotti / servizi dell'azienda; il concorrente medio del settore è in grado di riprodurre ciò che l'azienda offre, e/o di raggiungere il suo livello di efficienza delle risorse; maggiori investimenti sono realizzati e i ritorni di tali investimenti sono ben superiori al costo del capitale.

L'abilità manageriale coinvolge cinque attività critiche: una visione che suscita un impegno personale da parte dei dipendenti e risponde a una necessità economica sostanziale; allineare i processi di business in un sistema progettato per fornire in modo efficiente il valore per il cliente; l'organizzazione di feedback all'interno dell'impresa in modo che il cambiamento non sia una minaccia e l'innovazione sia un luogo comune; l'integrazione continua di strategie, opportunità e competenze di base in modo che la capacità di adattamento sia uno stile di vita; e, infine, la creazione e la trasmissione di conoscenze in tutta l'impresa.

La separazione tra la proprietà (gli azionisti, il principale) e la gestione (gli agenti) suscita una gestione delle prestazioni, comprese le misure che permettono di monitorare gli agenti.

Varie società di consulenza hanno sviluppato tecniche basate sul Value Management e sistemi per cambiare il modo di gestione di un business.

Le carenze nei dati contabili sono state uno dei motivi che hanno causato l'aumento di implementazione del VBM.

Questa gestione strategica è stata adottata anche da Geox S.p.A.

L'azienda veneta, la cui attività consiste nella creazione, nella produzione e nella distribuzione di calzature ed abbigliamento che si contraddistinguono per le soluzioni

innovative e tecnologiche in grado di garantire traspirabilità ed impermeabilità, deve il suo successo a livello non solo nazionale, ma mondiale, ad alcuni elementi distintivi.

Geox si è sempre concentrata a sviluppare prodotti caratterizzati da una continua innovazione, in modo tale da garantire un vantaggio competitivo sui concorrenti.

Una strategia competitiva è applicabile in seguito ad un attento studio dell'ambiente in cui si opera, il quale diventa una vera e propria opportunità per l'impresa che deve saperla sfruttare per assicurarsi delle competenze che la faranno emergere rispetto ai concorrenti. Essere in grado di sfruttare questi elementi distintivi, e quindi di prevalere sui concorrenti, permette all'azienda di presentare sul mercato un prodotto che rispecchi le esigenze dei consumatori.

L'azienda deve poter misurare le performance raggiunte per poter in seguito attuare una strategia adeguata. Questa necessità comporta l'adozione di sistemi di misurazione delle performance che indichino l'apporto di ogni singola competenza.

Inoltre, Geox ha da sempre posto l'attenzione sull'abilità manageriale, sviluppata tramite una continua formazione del proprio personale[22].

2.3 La strategia

Le decisioni strategiche sono fondamentali in molti settori dell'attività manageriale all'interno dell'organizzazione. Esse, per esempio, riguardano la gestione di lungo periodo dell'organizzazione, la portata di un'attività dell'azienda, la considerazione delle aspettative e dei valori degli stakeholder dell'organizzazione e lo stanziamento di importanti risorse all'interno della società.

[22] GEOX S.p.A., PROGETTO DI BILANCIO D'ESERCIZIO AL 31 DICEMBRE 2013

Le risorse sono definite in maniera abbastanza ampia, comprese le risorse finanziarie, le risorse materiali (come ad esempio gli impianti o le attrezzature), e le risorse immateriali (quali i brevetti, il know-how o i marchi). Una risorsa è alla base di un vantaggio competitivo solo se tale risorsa ha determinate proprietà.

In primo luogo, deve essere difficile acquistare e vendere tale risorsa. Inoltre, la risorsa deve essere difficile da replicare. In terzo luogo, deve essere difficile sostituire la risorsa con un'altra risorsa.

Nella gestione della contabilità tradizionale non viene misurato un aspetto importante del processo decisionale per l'esecuzione della strategia. Questo consiste nel ritorno richiesto dagli azionisti.

Gli indicatori di performance nelle organizzazioni che hanno implementato il VBM sono sempre più legati all'ambito non finanziario, quali l'innovazione, l'efficienza delle transazioni, e l'attenzione viene focalizzata sul core business dell'azienda piuttosto che sulla diversificazione delle attività[23].

Mentre la strategia finanziaria è spesso interpretata come un esercizio di minimizzazione del costo del capitale, in pratica, le determinanti della politica finanziaria devono sostenere la massimizzazione del valore dell'azienda. Certo, il costo del capitale aziendale e di ogni conseguente impatto sul valore dell'impresa è un elemento importante, ma la strategia finanziaria deve anche supportare la strategia di business della società e considerare la flessibilità finanziaria, i problemi di agenzia, i costi di segnalazione e le considerazioni della clientela.

Il debito riduce la flessibilità finanziaria, soprattutto in tempi turbolenti, e questo può portare ad opportunità scontate. La struttura ottimale del capitale è parzialmente dipendente dalla flessibilità finanziaria necessaria per eseguire la strategia.

[23] Chartered Institute of Management Accountants, "Maximising Shareholder Value - Achieving clarity in decision-making - Technical Report"

Ci sono problemi secondari all'interno del quadro corporativo della strategia finanziaria. L'oggetto dello studio più accademico è stato quello riguardante le asimmetrie informative tra gestori e investitori. In un mondo di asimmetrie informative, si ritiene che gli agenti abbiano una conoscenza superiore riguardo alle prospettive future del business.

I problemi di agenzia sono un fattore determinante sia nella struttura del capitale di destinazione sia nella politica di distribuzione delle decisioni. Aziende mature spesso generano significativi livelli di free cash flow, che portano ad un eccesso di capitale, con una tendenza a trattenere e poi sprecare capitale attraverso investimenti eccessivi e schemi di diversificazione. Una conseguenza positiva del debito consiste nel costringere l'efficienza del capitale e nel ridurre i costi di agenzia.

Alcune aziende hanno adottato una soluzione più elegante al problema dell'agenzia, istituzionalizzando la disciplina fiscale e l'efficienza del capitale. Un sistema di gestione che utilizzi l'EVA può fornire non solo la disciplina del debito, ma anche strumenti, competenze e incentivi corretti. Mentre l'EVA non è un sostituto per una strategia aziendale, può essere utilizzato per valutare e identificare la migliore strategia, e, soprattutto, per supportare l'esecuzione della strategia.

2.4 Le critiche al VBM

Vi sono, però, diverse forze che contrastano la creazione del valore, di cui le due principali sono la concorrenza e l'investimento in attività che vanno contro gli interessi della direzione dell'impresa.

La creazione di valore viene ostacolata dai seguenti motivi: le misure delle performance sono troppo complesse; la mancanza di applicazione da parte dello staff, causata da una scarsa o assente comunicazione all'interno dell'azienda; l'utilizzo di

misure standard che non sono rilevanti per il business; e la considerazione del VBM come un processo utilizzabile solamente una volta e non come un processo continuativo assunto come una sorta di politica di management.

Le critiche mosse alla creazione del valore sono principalmente due: viene considerata come una logica prettamente finanziaria e sono ignorati gli interessi degli stakeholder, ad esclusione degli azionisti.

A questa seconda critica si oppone il fatto che se il principale obiettivo fosse il raggiungimento della soddisfazione di tutti i portatori di interesse, questi chiederebbero compensi sempre più alti con la conseguente perdita di competitività da parte dell'azienda. Si otterrebbe la stessa conseguenza se si desse maggiore importanza ai fornitori che imporrebbero prezzi più alti, ai clienti che pretenderebbero maggiori servizi e allo Stato che imporrebbe imposte maggiori. La creazione di valore risulta essere l'unico obiettivo il cui raggiungimento comporterebbe il soddisfacimento degli interessi degli stakeholder. Infatti, tramite la creazione di valore l'azienda risulta essere un ottimo investimento e, quindi, riceve nuovi capitali da investire nell'interesse dei collaboratori, dei fornitori, dei clienti e dello Stato[24].

La creazione del valore si fonda su un postulato: il valore aziendale coincide con il valore attuale dei flussi di cassa futuri rappresentati dai dividendi e dalle differenze tra il prezzo de vendita delle azioni e il loro prezzo d'acquisto.

La contabilità tradizionale fornisce delle misure che non sono adeguate per rappresentare il valore dell'impresa in quanto non comprendono il costo del capitale conferito dagli azionisti.

Inoltre, il valore non è una misura appropriata perché è troppo sintetico, essendo solamente un numero, e non consente di identificare i fattori che hanno portato a ottenere un preciso risultato.

[24] Pellicelli Michela, "Value based management. Approccio manageriale al tramonto?", Pavia University Press, 2003

Per questo, si deve prestare sempre più attenzione alla determinazione delle cause del valore, invece di focalizzarsi in modo esclusivo sul calcolo del valore stesso.

Si è verificato un cambiamento della prospettiva futura, incentrata più su una dimensione reale. Quindi, si pone l'attenzione sulle attività operative, a scapito di quelle amministrative, e avviene uno spostamento dall'utilizzo di modelli contabili a quelli direzionali che consentono un controllo quotidiano di ciò che accade in azienda.

Quindi, se la direzione agisce con l'obiettivo della creazione del valore deve focalizzare il suo interesse sugli elementi che lo determinano: è necessario identificarli, conoscerli e valutarli. Pertanto, nasce il bisogno di specificare questi elementi in modo da evidenziare i rapporti di connessione esistenti tra cause ed effetti e correlare questi ultimi con le politiche di creazione di valore.

In conclusione, il valore viene esaminato e gestito tramite l'individuazione delle determinanti, l'esplicitazione attraverso misure e rilevatori e la loro osservazione.

Sono emersi diversi punti deboli riguardo il VBM: la teoria del DCF afferma che il valore aziendale sia uguale al valore attualizzato dei flussi di cassa futuri e l'adozione del VBM ha influenzato le decisioni del management. Inoltre, sono sorti dei dubbi sull'utilità della gestione dei value drivers derivati dal Discounted Cash Flow per massimizzare la creazione del valore.

Da studi recenti riguardo l'analisi delle performance di lungo periodo non sono emerse evidenti differenze tra le imprese che hanno adottato il VBM e quelle che hanno continuato con la gestione tradizionale.

Nonostante ciò, lo Shareholder Value è stato riconosciuto anche da parte di chi lo ha sempre criticato come la causa che ha reso il management responsabile delle decisioni prese e dei risultati finali a cui si è giunti tramite una gestione efficiente delle risorse conferite dai portatori di capitale.

Dall'applicazione della teoria del valore possono nascere anche dei rischi che derivano dall'accentuazione e dall'esasperazione del carico delle informazioni della creazione di

valore. A riguardo sono state identificate due rischiose tentazioni in cui è facile cadere: la prima è quella della tendenza del momento, visto che la creazione di valore negli ultimi tempi è stata spesso oggetto dell'attenzione del management, ma non è stata percepita come uno strumento da divulgare e sviluppare costantemente; la seconda è quella dell'arroganza che consiste nel vedere la creazione del valore secondo un'ottica distorta e restrittiva.

Un'azienda in grado di creare valore è quella costituita da un insieme di figure (azionisti, manager, personale, clienti, fornitori, società, Stato ecc.) che sono motivate da uno spirito collaborativo poiché in questo contesto si creerà un circolo virtuoso per cui ogni soggetto raggiungerà il soddisfacimento dei propri interessi, rispettando allo stesso tempo quelli degli altri. Tra tutti sarà l'azionista a trarre la maggiore soddisfazione nel tempo.

Questo equilibrio non è semplice da ottenere e da mantenere, soprattutto nel caso in cui una figura voglia prevalere sulle altre.

La creazione del valore è mossa dalla globalizzazione, che può essere vista come un enorme vantaggio, ma senza dimenticare i rischi che ciò comporta.

In conclusione, il messaggio diffuso dalla creazione di valore è la promozione della diffusione di una cultura attraverso cui tutti i soggetti coinvolti siano portati ad agire come azionisti dell'impresa e, quindi, condividano sia i successi sia i problemi e i rischi.

2.5 I cambiamenti nel management e la contabilità gestionale

Gli ultimi due decenni sono stati testimoni di un notevole cambiamento a livello manageriale. Dal tradizionale orientamento finanziario dell'analisi delle decisioni e del controllo del bilancio, la contabilità gestionale si è evoluta per abbracciare un approccio più strategico che enfatizzi l'identificazione, la misurazione e la gestione dei principali driver finanziari e operativi di valore per gli azionisti[25].

La contabilità gestionale permette di applicare il controllo gestionale in ambito economico, tramite la quantificazione, la rilevazione, la finalità, l'analisi dei costi e dei ricavi. Consente, inoltre, di eseguire una valutazione della convenienza in ambito economico delle scelte prese dall'azienda e di esaminare che la gestione sia applicata con efficienza.

La contabilità gestionale, detta anche analitica, è un elemento caratterizzante il sistema informativo direzionale che consiste nella totalità dei processi e delle metodologie utilizzati per raccogliere, riprodurre, esaminare i dati ed interpretare i risultati ottenuti con l'obiettivo ultimo di fornire un supporto alla direzione nel prendere le decisioni.

La contabilità gestionale ha come oggetto i diversi step attraverso cui si svolge il processo di produzione interno all'impresa; il primo di tali step prevede di individuare gli oggetti i cui ricavi e costi si devono valutare quantitativamente; di seguito si catalogano i costi dell'azienda; successivamente si selezionano le tecniche da adottare per il calcolo. Infine, l'ultimo step comporta la determinazione dell'istante in cui svolgere i calcoli.

[25] Ittner Christopher D., Larcker David F., "Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective", Journal of Accounting and Economics, 32 (2001)

Le operazioni svolte comprendono la misurazione dei costi del prodotto, la determinazione della relativa struttura e, infine, il calcolo dei rendimenti economici intermedi.

Per portare a termine il suo ruolo, la contabilità gestionale individua i costi di prodotto quando vengono impiegati per la produzione e in funzione della relativa assegnazione ad un oggetto.

I dati raccolti vengono poi elaborati e le informazioni così ottenute risultano fondamentali all'imprenditore perché lo sostengono nel prendere decisioni riguardo il prezzo di vendita; l'orientamento delle scelte; il controllo dell'efficienza degli elementi di produzione; l'esecuzione della progettazione; e il supporto delle stime dei rami d'azienda in caso di operazioni di riorganizzazione[26].

Studi empirici sul bilancio e sulle pratiche finanziarie di controllo stanno cedendo il passo alla ricerca su una varietà di tecniche "nuove", come l'activity based costing, la balanced scorecard, la contabilità strategica e i sistemi di controllo e le misure delle prestazioni di valore economico.

Le aziende stanno sempre più integrando queste diverse pratiche attraverso l'approccio del VBM.

L'adozione del VBM è motivata da tre ragioni. Prima fra tutte rappresenta un'estensione della pianificazione tradizionale di gestione; inoltre, incorpora una vasta gamma di "innovazioni" nella contabilità generale. Infine, il terzo motivo è che la ricerca empirica in contabilità gestionale tende ad essere motivata dai cambiamenti avvenuti nella pratica.

Secondo l'International Federation of Accountants, l'attenzione che è stata data al VBM è vista come un ulteriore passo evolutivo nella contabilità manageriale.

[26] TROJANO LUIGI, "La Contabilità gestionale", dispensa n.19

Prima del 1950 l'obiettivo primario della pratica contabile manageriale era la determinazione dei costi e il controllo finanziario, attraverso l'uso di budgeting e di sistemi contabili.

Nella metà degli anni Sessanta l'attenzione è stata spostata alla prestazione delle informazioni per la pianificazione e il controllo di gestione. Molte teorie sostengono che non vi sia un sistema universalmente applicabile del controllo di gestione, ma il controllo dipende dalle circostanze dell'organizzazione. Tra i fattori che emergono vi sono l'ambiente esterno, la tecnologia, la strategia competitiva e la missione, l'unità di business e l'industria caratteristica, la conoscenza e l'osservabilità dei fattori.

A partire dalla metà degli anni Ottanta, la contabilità gestionale ha iniziato a spostare il focus dalla pianificazione e dal controllo alla riduzione degli sprechi nei processi aziendali. Questo cambiamento è stato richiesto dalla crescente adozione di programmi di gestione della qualità.

A metà degli anni Novanta, la contabilità gestionale è entrata nella sua quarta fase, caratterizzata dall'introduzione di una serie di "nuove" tecniche di contabilità gestionale focalizzate sulla promozione della creazione del valore[27].

L'approccio del Value Based Management prevede l'attuazione di sei passaggi fondamentali.

Il primo riguarda la scelta degli obiettivi interni specifici che portano alla valorizzazione degli azionisti: molti sostenitori del VBM affermano che gli obiettivi primari di un'organizzazione devono essere indicati in termini di "misure di valore economico, come il valore economico aggiunto e il ritorno del flusso di cassa degli investimenti, al fine di allineare gli obiettivi interni con la massimizzazione del valore per gli azionisti". Questa tesi si fonda sull'affermazione che i cambiamenti nelle misure del valore economico tengono traccia delle modifiche nella ricchezza degli azionisti meglio delle

[27] Ittner Christopher D., Larcker David F., "Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective", Journal of Accounting and Economics, 32 (2001)

misure contabili tradizionali, occorre pertanto sostituire le misure contabili per la definizione degli obiettivi.

Il secondo passo prevede la selezione delle strategie e dei modelli organizzativi coerenti con il raggiungimento degli obiettivi stabiliti: l'architettura organizzativa di un'azienda è direttamente influenzata da obiettivi finanziari e non dell'impresa e dalla strategia di business. Le teorie economiche sostengono che l'adozione delle strategie di produzione di successo necessita di modifiche simultanee nei processi di progettazione e di gestione. La relazione tra le pratiche di progettazione organizzativa e le strategie di produzione rimane poco chiara; per migliorare la ricerca in questo ambito bisogna migliorare la misurazione della strategia perché una singola misura non è sufficiente a rilevare i numerosi riconoscimenti strategici.

Successivamente, si focalizza l'attenzione sull'identificazione delle variabili delle performance specifiche, o dei driver di valore: l'obiettivo dei sistemi di controllo sta promuovendo la congruenza tra le azioni intraprese da parte dell'agente e le azioni desiderate dal proprietario. Se l'obiettivo finale del principale azionista è la massimizzazione del valore, questi modelli suggeriscono che i sistemi di controllo dovrebbero sottolineare le azioni che accrescono i rendimenti per gli azionisti. Si prevede che l'identificazione dei driver di valore finanziari e operativi e la conseguente interrelazione migliori l'allocazione delle risorse, la misurazione delle performance e la progettazione dei sistemi informativi.

Il quarto punto implica lo sviluppo dei piani d'azione, selezionando delle misure di performance, e l'impostazione degli obiettivi sulla base delle priorità individuate nell'analisi dei driver di valore: la maggior parte degli studi esamina se le imprese che utilizzano tecniche sofisticate di capital budgeting, come il DCF o il tasso interno di rendimento, presentano prestazioni migliori rispetto alle imprese che usano metodi più semplici, come il periodo di ammortamento o il tasso di rendimento contabile. La strategia è un aspetto fondamentale per l'applicazione dei sistemi di misurazione e del controllo delle prestazioni. La maggior parte degli studi ha ipotizzato che l'obiettivo

delle prestazioni dei sistemi di valutazione e di compensazione è motivare i dipendenti ad agire nel modo richiesto dalla proprietà dell'impresa.

Il quinto step prevede la valutazione del successo dei piani d'azione e la conduzione organizzativa e la valutazione delle prestazioni manageriali: sono emerse due questioni affrontate da studi recenti. La prima riguarda l'applicabilità del concetto di Value Based Management: i ricercatori possono stabilire se tutte e sei le fasi del processo sono necessarie per ottenere delle prestazioni migliori. Finora non è stato possibile affermare che le pratiche, prese singolarmente, accrescono il valore. La seconda questione ipotizza che le nuove tecniche di VBM siano fondamentalmente diverse, o superiori, rispetto alle pratiche contabili e di controllo tradizionali, oppure siano semplicemente promosse dai consulenti di gestione o da soggetti terzi.

Infine, l'ultimo passaggio riguarda la valutazione della validità in corso degli obiettivi interni dell'organizzazione, delle strategie, dei piani e dei sistemi di controllo alla luce dei risultati attuali, e modificandoli come richiesto.

Le aziende che non erano state in grado di produrre risultati ottimi erano state oggetto di azioni di takeover; i dirigenti che non erano riusciti a rispettare le aspettative erano stati rimossi dal loro incarico. Questi cambiamenti radicali avvenuti negli anni Novanta erano stati mossi dalla diffusione dello Shareholder Value.

Poco alla volta si è diffusa una nuova pratica tra il management. Dal momento che venivano pagati con le azioni societarie da un lato e a causa della forte crescita di Wall Street dall'altro, molti dirigenti avevano escogitato un metodo per accumulare grandi ricchezze personali. Era sufficiente aumentare il prezzo delle azioni senza prendere in considerazione la perdita di competitività che si sarebbe verificata nel lungo periodo.

Questa volontà di massimizzare il valore per gli azionisti ha comportato gravi danni per le altre categorie di stakeholder in vari modi: vennero licenziati fidati collaboratori; i fornitori entrarono in crisi a causa delle continue richieste di abbassare i prezzi e fornire maggiori prestazioni o servizi; i margini di utile si abbassarono in seguito

all'aggressività delle politiche dei prezzi che miravano ad aumentare i ricavi e a ottenere il massimo dai redditi dei clienti; gli incentivi statali vennero sfruttati senza il contributo di sviluppo dell'innovazione; l'uso di ammortizzatori sociali per far fronte ai numerosi licenziamenti o trasferimenti da un territorio all'altro.

In seguito a questi fatti furono notevoli le reazioni degli altri stakeholder. I fornitori scelsero il consolidamento ottenendo in determinate aree geografiche il monopolio in alcuni settori. I clienti evitarono di acquistare le marche tradizionali per rivolgersi ai fornitori con costi più bassi. Infine gli Stati diventarono più selettivi nel distribuire incentivi alle imprese estere e nell'assegnare ammortizzatori sociali.

In tempi recenti si è assistito al tramonto della diffusione del metodo della creazione di valore, soprattutto negli Stati Uniti dove il processo aveva ottenuto un grande successo. La causa principale della perdita di interesse è stata la crisi del mercato delle azioni. In particolare, non ha prodotto esiti positivi la misurazione della creazione di valore a breve termine, che non considerava gli effetti sul lungo periodo.

Il mercato azionario non è stato in grado di mantenere lo stesso andamento positivo del passato per vari motivi tra cui il fatto che gli investitori non contenti dei risultati recenti hanno contribuito all'abbassamento dei prezzi, preferendo investimenti più sicuri.

2.6 Il VBM e la teoria del controllo di gestione

"Il controllo di gestione è l'attività svolta dai manager, applicando il meccanismo di retroazione e fondandosi sulla contabilità direzionale, per assicurarsi l'acquisizione e l'impiego delle risorse in modo efficace ed efficiente al fine di conseguire gli obiettivi prestabiliti."

(Brunetti)

Il termine del "management control", introdotto da Anthony nel 1965, identifica un processo operativo volto a conseguire gli obiettivi stabiliti derivanti dalla pianificazione operativa, fornendo informazioni che aiutano nella comprensione del contesto aziendale e nel prendere le decisioni razionalmente. Un'azienda utilizza il management control system per misurare gli scostamenti tra gli obiettivi fissati e ciò che si è effettivamente ottenuto e per valutare le performance delle risorse aziendali, che influenzeranno il comportamento nell'applicazione della strategia[28].

Il sistema di controllo deve innanzitutto raggiungere la più alta efficienza operativa, e in seguito deve sviluppare la pratica dei dirigenti che sostengono la collaborazione e l'inventiva del personale nella generazione di nuovi vantaggi di attività[29].

Il controllo di gestione è strettamente collegato alla pianificazione aziendale che prevede la formulazione e la valutazione delle strategie da attuare all'interno

[28] Carenys J., "Management Control Systems: A Historical Perspective", International Journal of Economy, Management and Social Sciences, Vol 1, No 1, December 2012, pp. 1-18

[29] Armesh Hamed, Dr. Habibollah Salarzehi, Dr.Baqer Kord, "Management Control System", INTERDISCIPLINARY JOURNAL OF CONTEMPORARY RESEARCH IN BUSINESS, OCTOBER 2010, VOL 2, NO 6

dell'azienda per ottenere gli obiettivi stabiliti dalla gestione e, inoltre, comporta la redazione dei piani operativi che prevedono la realizzazione del progetto strategico.

Il successo dell'esecuzione della strategia si basa sul sistema di controllo di gestione in atto. Citando Simons, "*negli ultimi due decenni, i teorici di gestione e gli economisti hanno dedicato una grande quantità di energie per comprendere la formazione della strategia all'interno di mercati competitivi. Hanno sviluppato una tecnica analitica del vantaggio economico del prodotto differenziato e dell'offerta di servizi, ma hanno prestato relativamente poca attenzione a capire come attuare e controllare le strategie*".

Per garantire l'applicabilità del controllo direzionale, deve essere necessario definire a priori l'organigramma, ossia la rappresentazione grafica della struttura organizzativa, in modo che siano rese note le responsabilità e l'indipendenza operativa.

Non esiste un sistema universale di controllo di gestione; la scelta di appropriate tecniche contabili e di controllo dipende dalle circostanze che caratterizzano l'organizzazione.

L'approccio normativo-teorico di Anthony è seguito da un approccio descrittivo-empirico sostenuto da Merchant nel 1980, che definisce il controllo di gestione come "*tutti i dispositivi o i sistemi che il manager utilizza per garantire che i comportamenti e le decisioni dei dipendenti siano coerenti con gli obiettivi e le strategie dell'azienda*". La definizione enfatizza il ruolo di collegamento svolto dal controllo di gestione tra la strategia e le operazioni da attuare.

Il controllo di gestione significa affrontare la questione generale della suscettibilità dei lavoratori a praticare un comportamento appropriato. Questo problema può essere scomposto nei seguenti problemi di controllo: la mancanza di direzione; i problemi motivazionali; e i limiti personali.

Per far fronte a questi problemi, Merchant & Van der Stede (2007) hanno proposto quattro strategie: attività di eliminazione, di automazione, di centralizzazione e di condivisione dei rischi (con assicurazione o joint venture).

Per i problemi di controllo che non possono essere evitati da queste strategie, i manager devono implementare dei meccanismi di controllo. Una distinzione può essere fatta in base all'oggetto del controllo, ossia i risultati prodotti (risultati del controllo), le azioni intraprese (controllo d'azione), o il tipo di persone occupate e le loro norme e valori (personale e culturale).

Il controllo dei risultati può essere utilizzato per accertare i comportamenti dei dipendenti a tutti i livelli organizzativi, in questo modo influenza le loro azioni perché causa nei dipendenti uno stato di preoccupazione per le conseguenze delle azioni prese.

Ha una maggiore efficacia quando sono soddisfatte le seguenti condizioni: le organizzazioni possono determinare quali risultati sono desiderati nelle aree che vengono controllate; i dipendenti i cui comportamenti vengono controllati hanno un'influenza significativa sui risultati di cui sono ritenuti responsabili; le aziende possono misurare i risultati in modo efficace.

Le misure dei risultati dovrebbero pertanto essere congruenti, precise, obiettive, tempestive e comprensibili.

I controlli d'azione assicurano che i dipendenti eseguano (o non eseguano) determinate azioni, note per essere di beneficio (o dannose) per l'organizzazione. Tali controlli non possono essere utilizzati in ogni situazione. Essi sono efficaci solo quando le organizzazioni possono determinare quali azioni sono (in)desiderabili e quando le organizzazioni sono in grado di garantire che le azioni (non) desiderabili si verifichino.

I controlli del personale costruiscono sui dipendenti delle tendenze naturali di controllo e /o di motivazione di se stessi. Servono per raggiungere le seguenti finalità: chiarire le aspettative (in modo che ogni dipendente comprenda ciò che

l'organizzazione vuole); garantire che i dipendenti possano fare un buon lavoro, cioè che siano in possesso di tutte le capacità e le risorse necessarie; garantire che i dipendenti si impegnino nell'auto-monitoraggio.

L'implementazione dei controlli del personale comporta la selezione e il collocamento di personale, la formazione (sia formalmente come in contesti scolastici, o informalmente attraverso il tutoraggio dei dipendenti) e la progettazione di posti di lavoro e la fornitura di risorse necessarie.

Tali controlli hanno alcuni vantaggi rispetto ai controlli dei risultati e delle azioni in quanto sono applicabili in una certa misura in quasi ogni ambiente, il loro costo è spesso inferiore rispetto alle altre forme di controllo e di solito producono meno effetti collaterali dannosi.

Il controllo di gestione è un processo costituito da tre fasi.

La prima comporta il controllo precedente, detto anche budgeting, durante il quale si organizza il budget per determinare gli obiettivi futuri e si analizzano gli indicatori di efficienza ed efficacia.

La seconda fase prevede il controllo in parallelo con la gestione: si calcolano gli indicatori e si diffondono le informazioni elaborate, infine si valuta se è necessario attuare azioni correttive;

La terza e ultima fase consiste nel controllo successivo, conosciuto anche come reporting: viene trasmessa una sintesi dei dati ottenuti, attraverso una comunicazione orale o scritta, per facilitare la valutazione aziendale.

Il raggiungimento degli obiettivi è favorito dal coordinamento tra ciascuna fase promosso dal controllo di gestione; però, per essere realizzabili, tali obiettivi devono essere omogenei, quindi avere la stessa unità di misura, facilmente raggiungibili, condivisi, quantificabili in termini numerici e controllabili.

Il ruolo del manager è fondamentale per il controllo di gestione perché organizza la pianificazione elaborando strategie di medio-lungo periodo e piani a breve termine, la direzione e la motivazione smuovendo le risorse necessarie a ottenere gli obiettivi e, infine, il controllo che consiste nell'analisi dell'attuazione dei piani.

Il controllo di gestione, quindi, consiste prevalentemente nel prendere decisioni che sono influenzate dalla qualità dei dati di cui si è in possesso.

Per l'azienda non è strettamente necessario implementare un sistema di controllo di gestione, ma sarebbe consigliabile perché ciò porterebbe diversi vantaggi tra cui emergono la comprensione dell'andamento dello stato patrimoniale, economico e reddituale; l'uso efficiente delle risorse; la valutazione di scelte sulla base della qualità delle informazioni; una risposta migliore al cambiamento; una migliore immagine aziendale.

Gli elementi che rendono tale il controllo di gestione sono la parte metodologica, la struttura contabile e il fattore socio-organizzativo. La componente metodologica è caratterizzata dai principi e dalle norme che determinano il controllo aziendale. La struttura contabile è costituita dai dati sia di natura contabile sia di natura extracontabile. Infine, la componente socio-organizzativa comprende la consapevolezza, le abilità e il compito assegnati a ciascun dipendente dell'azienda.

Anthony e Govindarajan definiscono le attività coinvolte nel controllo di gestione come segue:

- la pianificazione di ciò che l'azienda dovrebbe svolgere;
- il coordinamento delle attività di diverse parti dell'organizzazione;
- la comunicazione di informazioni;
- la valutazione delle suddette informazioni;
- la decisione della giusta azione da applicare, se necessario;
- l'influenzamento delle persone a modificare il proprio atteggiamento.

Inoltre, affermano che *"i controlli di gestione sono solo uno degli strumenti che i managers utilizzano nell'attuazione di strategie"*, oltre alla struttura organizzativa, alla gestione delle risorse umane e alla cultura aziendale.

Quanto detto porta Anthony e Govindarajan a definire il controllo di gestione come *"il processo per cui i managers influenzano gli altri membri dell'organizzazione ad applicare le strategie dell'organizzazione"*[30].

Il VBM, come è stato ampiamente esposto in precedenza, è un approccio manageriale, questo implica che la sua applicazione non si deve limitare al calcolo del valore creato, ma devono essere utilizzati anche strumenti, concetti e tecniche per raggiungere gli obiettivi aziendali, relativi a tutte le aree funzionali organizzative e a tutti i livelli.

Il sistema del Value Based Management è costruito attorno ai driver di valore, quindi non si tratta esclusivamente di eseguire un calcolo, ma di coinvolgere tutte le attività dell'impresa che sono ricollegabili alle variabili utilizzate per il calcolo e che sono espresse sia in termini finanziari sia in termini non finanziari.

Sulla base di quanto esposto finora, il VBM può essere definito come un approccio manageriale per la gestione di una società, che si focalizza su determinanti chiavi del valore, al fine di creare valore investendo in progetti di superamento del costo del capitale.

La decisione di attuare una gestione orientata al valore viene presa in seguito alla considerazione dei mercati di capitale e di altri aspetti non finanziari, quali l'incoraggiamento ad assumere un comportamento imprenditoriale e l'avere una gestione unica che allinei il reporting e il controllo esterno ed interno.

Il Value Based Management può, quindi, essere considerato come uno "stile di vita" condotto dai dipendenti.

---

[30] Claes Paul C. M., "MANAGEMENT CONTROL AND VALUE-BASED MANAGEMENT: COMPATIBLE OR NOT?", Managerial and Financial Accounting, Volume 16, 269–301

Perché venga applicato un sistema di Value Based Management che sia efficace ed efficiente, il controllo di gestione deve necessariamente essere allineato negli obiettivi fissati, nei premi concessi, nella comunicazione e nei value driver, evitando di focalizzarsi esclusivamente sui calcoli.

2.7 Il VBM nelle piccole e medie imprese[31]

Dagli anni Novanta si è iniziato a discutere sul concetto di valore per gli azionisti, interpretandolo come un concetto di gestione, soprattutto per le imprese quotate. Mentre la gestione orientata al valore delle piccole e medie imprese è stata affrontata in maniera limitata.

I cambiamenti che hanno portato all'applicazione di nuove regole per la concessione dei crediti e per garantire la vigilanza e la trasparenza e di nuovi sforzi per l'attuazione dei principi contabili internazionali, gli IFRS, hanno favorito la diffusione dei principi fondamentali per la concretizzazione del VBM come metodo di gestione per le PMI.

I principi alla base del VBM erano principalmente due: il primo riguardava l'aumento del valore per gli azionisti, cioè il valore della società. Perché ciò fosse possibile, i rendimenti ottenuti dovevano essere superiori rispetto ai costi del capitale. Il secondo

[31] Il termine PMI copre una vasta gamma di definizioni e misure. Per dare una definizione di PMI si posso seguire due criteri: uno quantitativo e uno qualitativo. I criteri quantitativi più comunemente usati prendono in considerazione il numero dei dipendenti e il fatturato di un'azienda (numero di occupati inferiore a 250 e fatturato massimo di 50 milioni di € oppure totale di bilancio inferiore a 43 milioni di €). Una definizione fondata unicamente sugli aspetti quantitativi sembra dare qualche problema poiché le soglie delle variabili considerate cambiano nel tempo e, inoltre, devono essere valutate anche le specifiche del settore di riferimento. i fattori qualitativi, invece, riguardano l'indipendenza giuridica ed economica e il ruolo assunto dall'imprenditore-titolare, che è in possesso della proprietà, della gestione, del successo e della responsabilità aziendale.

principio fondamentale corrispondeva al risultato raggiunto, letto dal punto di vista dell'investimento.

Era essenziale che tutte le decisioni fossero considerate da una prospettiva multi-periodo, questo ha portato all'interpretazione del VBM come un approccio a lungo termine.

La conoscenza dei due principi fondamentali e dei driver di valore dovrebbe garantire a qualsiasi azienda il raggiungimento dell'obiettivo dell'aumento del valore, perché con l'applicazione dei principi si dovrebbe ottenere una migliore allocazione del capitale a lungo termine, che sarebbe focalizzato sulla gestione strategica e sul processo decisionale.

Con l'applicazione del VBM, viene promossa l'efficienza di qualsiasi azienda, indipendentemente dalle sue dimensioni o dalla sua forma giuridica. Chi attua un sistema di VBM deve avere in precedenza svolto una profonda valutazione della strategia.

Tutte le aziende competono per assicurarsi il possesso della risorsa scarsa del capitale, per fare ciò devono essere competitive nella fornitura delle risorse finanziarie. La capacità della raccolta del capitale esterno solitamente dipende dal valore del guadagno atteso destinato agli investitori esterni. La sempre maggiore influenza degli investitori, soprattutto di quelli istituzionali, è la ragione principale della crescente necessità di applicare una gestione aziendale basata sul valore d'impresa.

Il VBM è utilizzato anche come strumento di gestione del rischio, per evitare il rischio di insolvenza, ed è, quindi, necessario per garantire la copertura finanziaria personale dell'imprenditore.

A causa dell'eterogeneità del gruppo di piccole e medie imprese, non è certamente possibile stabilire un VBM universale per tutte le PMI. Devono essere prese in considerazione le specifiche di ogni azienda per decidere quali strumenti basati sul valore applicare.

Gli impulsi esterni e le motivazioni interne determinano, in conclusione, l'orientamento al valore[32].

2.8 Gli esiti dell'implementazione del VBM

La scelta di attuare il Value based management è giustificata dal suo utilizzo nel sostenere la pressione derivante dai mercati di capitali, sia nell'ottica del debitore per evitare un abbassamento del livello di rating sia dal punto di vista dell'azionista. Questa pressione potrebbe essere causata dall'insufficiente attenzione destinata al capitale, da acquisizioni a supporto delle strategie di crescita o come mezzo di comunicazione con gli investitori come conseguenza di una recente o futura quotazione.

A favore della decisione di implementare il VBM può essere menzionato anche il tentativo di soddisfare i requisiti di reporting, in quanto potrebbe essere specificatamente richiesta l'applicazione del VBM, e di motivare un comportamento imprenditoriale nei manager e nei dipendenti[33] , in vista di trovare opportunità e gestire le risorse disponibili.

Inoltre, l'attuazione del VBM porterebbe alla creazione di un linguaggio comune di controllo, che sia uniforme e includa tutte le figure legate all'azienda; faciliterebbe la valutazione e la selezione degli investimenti e creerebbe maggiore consapevolezza riguardo il capitale circolante.

---

[32] Krol Florian, "Value Based Management in Small and Medium Enterprises - Analysis of internal and external impulses and possibilities of implementation", Arbeitspapier Nr. 9-1, Maggio 2007

[33] VALUE-BASED MANAGEMENT: A System for Transforming the Corporate Culture, http://cog.kent.edu/lib/cesj1.htm

Una volta che all'interno di una società sia stato applicato il VBM, si può giungere alla conclusione che diverse metriche sono applicate per scopi diversi e, durante il processo di applicazione, la semplicità è preferibile alla precisione. Al fine di gestire i driver del valore piuttosto che i calcoli, questi ultimi si svolgono nel modo più semplice possibile per evitare che l'attenzione si distolga dalla metrica.

Si può, inoltre, affermare che, al fine di mantenere i calcoli semplici, gli adeguamenti di prestazioni operative e di capitale investito sono molto limitate e le misure assolute vengono meno applicate rispetto alla misurazione della performance relativa.

In sintesi, la semplicità, la comprensibilità e la responsabilità sembrano essere gli argomenti predominanti nel prendere decisioni sulle metriche.

Un corretto utilizzo del VBM comporta l'attuazione diretta dalla sede aziendale e l'attenzione focalizzata sui driver di valore e non sui calcoli. Si indirizza l'attenzione su come il valore viene creato, invece che sulla quantità di valore creato; quindi, il focus è sul driver di valore piuttosto che sulla cifra risultante dai calcoli.

L'attuazione e il controllo sono supportati da sistemi informativi, intranet, e da specifici strumenti appositamente creati per il VBM.

Il processo di attuazione viene effettuato in una sola volta; i progetti pilota non sembrano essere necessari per la corretta attuazione. Tuttavia, è considerato un processo continuo in cui le regolazioni possono essere effettuate per migliorare il sistema.

L'implementazione del VBM avrà un esito positivo se i molti manager e dipendenti saranno formati per diversi ambiti del VBM, a seconda della loro posizione nella società. Il top management e i dirigenti verranno formati in merito alla responsabilità sociale; i Top e i Senior verranno istruiti su calcoli e principi, e sulla strategia. I livelli più bassi saranno addestrati in base alle loro mansioni e responsabilità.

Infine, sono fondamentali le figure dei consulenti che supportano l'implementazione. Essi aiutano nella formazione del personale e forniscono il personale di supporto per attuare un programma VBM a livello di struttura.

Con l'applicazione del VBM, le società, che precedentemente si basavano sui risultati di bilancio e sul controllo dei risultati tramite misure contabili tradizionali, tendono ad utilizzare più controlli di azione, mediante una gestione dei driver di valore. Inoltre, i controlli del personale sono applicati più frequentemente al fine di sviluppare le capacità e cambiare la mentalità per essere in grado di utilizzare una prospettiva più ampia nel processo decisionale e attuare un comportamento più imprenditoriale[34].

I dirigenti e i dipendenti sono più inclini a dialogare circa la strategia di sviluppo e di gestione di reporting invece che eseguire semplicemente direttive top-down. Inoltre, nello svolgimento delle loro attività sono motivati a considerare il capitale investito o ad agire in modo proattivo e pensare la strategia delle loro unità da un punto di vista della creazione di valore.

2.9 Le prospettive future

Negli ultimi anni il contesto economico è cambiato; il Value Based Management ha iniziato ad essere considerato un metodo ormai in disuso a causa della crisi del mercato borsistico e dei comportamenti controproducenti di alcuni dirigenti.

Nonostante le molte critiche mosse al VBM, si sta sviluppando l'ipotesi di integrare il concetto di creazione del valore per gli shareholders. Allan Kennedy ritiene che il metodo della creazione del valore dovrebbe comprendere anche la costruzione e la distribuzione della ricchezza, ciò implicherebbe un impegno durevole nel tempo. In

[34] Claes Paul C. M., "Value Based Management Control System: an analysis of design and use"

questo modo, inoltre, molti problemi nati sotto il primato della creazione di valore sarebbero risolti[35].

Dalla pratica emergono spesso delle lacune tra i metodi utilizzati dal VBM e l'incertezza presente nell'ambito aziendale. Le tecniche del modello VBM sono spesso applicate prendendo in considerazione uno scenario stabile della strategia. Ne consegue che i processi tradizionali di programmazione e di previsione strategica risultano inefficienti.

Queste assunzioni portano ad una sempre maggiore importanza di un'ottica orientata al futuro. Nel Value Based Management, il fine ultimo dello studio è l'individuazione di una strategia fondata su uno scenario accettabile.

Questa ricerca viene risolta con la considerazione di tre scenari: uno per il caso base, uno per il caso pessimistico e uno per il caso ottimistico. Questa metodologia viene utilizzata soprattutto in aziende in cui vi è una situazione di stabilità dell'attività. Invece, in aziende caratterizzate da un elevato livello di incertezza, questa tecnica potrebbe risultare addirittura dannosa in primo luogo perché assegna all'incertezza una natura binaria, quindi si considerano gli eventi come certi oppure imprevedibili.

Attraverso i metodi utilizzati dal Value Based Management, i manager focalizzano la loro attenzione soprattutto sui driver di valore e sulle scelte che siano allineate con la vision aziendale.

Nella creazione del valore è evidente la sempre maggiore presenza di aziende la cui gestione è sottoposta ad un elevato livello di incertezza.

L'incertezza, a differenza del rischio, non è prevedibile e non può essere misurata quantitativamente; inoltre, ha origine dalle modifiche di variabili esterne o dalle azioni e dalle scelte della strategia da attuare. L'incertezza, comunque, può essere vista come un pericolo per l'azienda, ma anche come un'opportunità poiché può portare sia ad esiti negativi che ad esiti positivi.

[35] Pellicelli Michela, "Value based management. Approccio manageriale al tramonto?", Pavia University Press, 2003

Il rischio, invece, viene visto in termini probabilistici, misurati tramite un metodo oggettivo o soggettivo.

In conclusione, applicando il metodo del VBM emergono delle mancanze nei suoi processi e nelle sue tecniche in presenza di incertezza. Tale incertezza può essere registrata nei processi decisionali, delimitata dall'utilizzo di elementi finanziari e non e modificata tramite prospettive finanziarie visto che i cambiamenti dei driver di valore sono prevedibili.

Terzo Capitolo

La Misurazione delle Performance

"Un'efficace misura di performance esprime il grado complessivo di raggiungimento degli obiettivi che l'impresa si pone: sia di quelli liberamente scelti, sia di quelli imposti dal sistema-ambiente di cui è parte. Questa misura, comunque venga espressa, è un giudizio sull'efficienza operativa dei responsabili dell'impresa, imprenditori e manager. In quanto tale è in primo luogo riferimento essenziale per guidarli nel loro comportamento e nelle loro scelte per il futuro (è la loro "bussola"); in secondo luogo, nei limiti in cui viene comunicata, consente ai vari stakeholder di rendersi meglio conto del grado di raggiungimento degli obiettivi che li interessano direttamente o indirettamente."

(Guatri)

3.1 La valutazione vs. la misurazione

Nell'ambito preso in considerazione, il concetto di valutazione implica la traduzione in termini monetari di un bene economico. Comunque valutare non comporta esclusivamente la misurazione in moneta del bene, ma è un processo più articolato che presenta una doppia natura: una quantitativa e una qualitativa e l'esito numerico che ne deriva sottintende una valutazione sul bene economico e sui particolari legami che lo collegano al complesso aziendale.

Il giudizio può essere fortemente influenzato dalla sensibilità di colui che è chiamato a fornire una valutazione, nonostante esista una remota possibilità che metodi valutativi effettuati da soggetti differenti portino ad esiti diversi, seppure in misura non rilevante.

La valutazione è, quindi, una metodologia che sottende una componente di soggettività, mentre la misurazione, in generale, implica un'azione esclusivamente oggettiva, in cui non sono presenti apprezzamenti o pareri.

Questa differenza tra la misurazione e la valutazione sembra essere più evidente in un'impresa. Valutare un'azienda non comporta la mera misurazione in termini monetari dei beni di cui la stessa azienda è composta.

Tramite la valutazione d'azienda si vuole conoscere la natura quantitativa e qualitativa dei beni compresi nel complesso con riferimento ad un particolare attimo della vita produttiva. Quindi, per attribuire in modo corretto il valore del capitale d'azienda è necessario svolgere un'analisi preliminare delle ipotesi di attuazione della gestione aziendale e definire lo scopo che influenza la stessa attribuzione di valore. Con riferimento a questi aspetti si possono determinare in maniera approssimativa tre modalità di valutazione con l'obiettivo di calcolare il valore di funzionamento; il valore di liquidazione; e il valore di trasferimento o di cessione.

Il valore di funzionamento identifica periodicamente gli equilibri esistenti nel sistema aziendale, tenendo in considerazione la prospettiva che la vita aziendale sia continua. Ciò comporta l'utilizzo di strumenti di valutazione che considerano la prospettiva di continuità dell'attività aziendale e che propongono il capitale d'azienda come unione degli elementi coordinati e indirizzati alla gestione futura.

Il valore di liquidazione si fonda sull'idea che la vita aziendale si interrompa e sia necessario realizzare a livello monetario i fattori produttivi efficienti. Perché si verifichino queste ipotesi è fondamentale che siano applicati i criteri di valutazione in linea con la scomposizione del sistema aziendale nelle sue componenti.

Il valore di trasferimento o di cessione viene applicato quando l'unione aziendale viene trasferita da un soggetto ad un altro, cioè quando la vita aziendale continua dopo il passaggio in capo da un soggetto all'altro. Quindi, tale procedimento di valutazione è determinato da una doppia ipotesi: di trasferimento e di continuazione della vita aziendale.

In conclusione è necessario valutare un sistema che subisce il passaggio da un soggetto ad un altro, ma che comunque continua la sua attività. Il valore del possibile passaggio aziendale viene di solito pensato come una particolare conformazione del capitale, chiamata capitale economico, visto che la valutazione non si focalizza sul capitale netto, ma sull'istituzione economica dell'azienda destinata a durare nel tempo.

Il valore dell'azienda non deve risultare come la somma algebrica dei valori attribuiti ai singoli componenti, ma come l'esito dell'apprezzamento unitario dei beni sia materiali sia immateriali e delle capacità reddituali future.

Da diversi studi è emersa l'impossibilità di determinare un metodo valutativo ottimale. Infatti, la pratica evidenziava tutti i punti deboli degli strumenti elaborati tramite le tecniche matematiche. Quindi, il risultato della valutazione aziendale rimane misurabile solo in modo approssimativo dal momento che rappresenta un'attività con una componente di soggettività in cui si utilizzano principalmente l'intuito e l'esperienza.

Nonostante l'assenza di una formula ottimale per determinare il valore d'azienda, è stato individuato un modello teorico cui fare riferimento. Questo modello sostiene che il valore aziendale deve essere interpretato, così come qualsiasi attività reale o finanziaria, in funzione dei risultati che un investimento produce nel tempo. Facendo riferimento all'ambito aziendale, devono essere presi in considerazione i flussi dei risultati che verranno destinati nel futuro all'investitore. Questo ragionamento mette in relazione i trend economico-finanziari proiettati nel futuro e la struttura quantitativa e qualitativa del capitale trasferito. La prima delle due variabili fa riferimento alla situazione in cui l'azienda è considerata un'entità economica il cui obiettivo è la

generazione di reddito che serve a remunerare il capitale di finanziamento. La seconda variabile rappresenta l'influenza della struttura del capitale sulla creazione dei risultati economici attesi.

Nonostante tale modello sia originale e razionale, allo stesso tempo ha dei limiti inerenti il carattere imprevedibile degli eventi e delle circostanze e la soggettività e arbitrarietà del valutatore. Queste caratteristiche porterebbero ad una scarsa affidabilità dei risultati, che tra l'altro non sarebbero neanche dimostrabili, quindi ci sarebbero limitate possibilità di controllo.

A causa dei limiti sopra descritti e per motivi pratici, sono stati elaborati diversi metodi valutativi, che differiscono dal modello teorico per una serie di semplificazioni. Questi metodi devono comunque relazionarsi con la composizione teorica; nonostante le correzioni e le semplificazioni, il modello deve comunque possedere una sua logica.

L'orientamento al valore implica la ricerca di parametri aziendali che siano orientati al valore, quindi l'applicazione di un controlling focalizzato sul valore. La questione è indirizzata più alla misurazione e all'origine dei risultati che non al loro utilizzo. I controller sono tenuti ad assegnare allo Shareholder value una maggiore obiettività, si vedono così obbligati a sviluppare dei parametri delle prestazioni che rappresentino in modo veritiero l'effettivo valore dell'impresa. Tali parametri si fondano sullo sviluppo di lungo periodo dei flussi di cassa dell'impresa, piuttosto che sulla massimizzazione del profitto di breve periodo.

Un incremento del valore è ottenuto tramite la definizione e la realizzazione a livello operativo delle decisioni strategiche da parte del management. L'aumento del valore comporta: la sicurezza dei dividendi e del valore azionario; la certezza del posto di lavoro; gli accordi duraturi con i fornitori; la soddisfazione dei propri clienti; il pagamento degli interessi e l'estinzione dei crediti verso le banche; e, infine, il saldo del debito fiscale.

L'attuazione di una gestione orientata al valore modifica il comportamento di tutti i livelli della struttura organizzativa, viene abbandonato l'utilizzo del financing accounting che confrontava i ricavi e gli oneri. Infatti, per determinare la creazione o meno di valore aziendale non è rilevante l'analisi dei ricavi e degli oneri, ma piuttosto dei flussi finanziari. Per questo il compito del controller all'interno dell'azienda è quello di confrontare i flussi in entrata e in uscita durante un periodo di osservazione. Si ottiene il flusso di cassa (Free Cash Flow) nel momento in cui le entrate superano le uscite.

Alfred Marshall affermò: "*ciò che rimane del proprio utile al netto degli interessi al tasso corrente, può essere definito ricavo imprenditoriale*". Tale affermazione significa che devono essere prese in considerazione le spese contabili e il costo-opportunità del capitale investito in azienda.

Il controller ha due possibilità di azione: la prima consiste nell'applicazione dei metodi diretti attraverso cui vengono messi a confronto le entrate con le uscite di un periodo; la seconda, invece, prevede l'applicazione del metodo indiretto, in questo modo si ricava il Free Cash Flow che può essere definito come variazione dei mezzi liquidi ed è pari al saldo dei flussi finanziari.

Il Free Cash Flow viene utilizzato come strumento per la pianificazione e la gestione nel determinare e formulare la strategia.

3.2 Le misure delle performance

Il contesto economico è caratterizzato da un'elevata incertezza, per questo per verificare che una strategia crei valore nel tempo è necessario aspettare che la strategia stessa venga applicata e produca dei risultati. Comunque, la gestione deve essere in grado di analizzare il successo o meno della strategia a intervalli temporali

costanti in modo da poter eventualmente implementare delle ulteriori strategie di correzione.

La fase in cui si misurano le performance è fondamentale nell'ambito del controllo di gestione perché verifica che i risultati attesi siano stati effettivamente raggiunti. La scelta delle misure delle performance va presa in seria considerazione perché influenzerà le azioni da svolgere, in quanto vengono esaminati unicamente gli aspetti che sono stati in precedenza misurati.

La misurazione delle performance aziendali non deve comunque tralasciare l'analisi degli scopi e degli obiettivi che garantiscono l'esistenza dell'impresa. Infatti, un'azienda non si prefigge il solo fine economico, ma ha anche degli obiettivi competitivi e sociali.

L'obiettivo finale dell'azienda è la creazione del valore, che si raggiunge tramite lo sviluppo e l'applicazione di misure di performance adeguate a valutare tale grandezza.

Vi sono diverse definizioni per il termine "performance", che può essere descritto come il processo attraverso il quale vengono raggiunti vari tipi di risultati.

Nel contesto del Value Based Management, il risultato a cui si fa riferimento è la creazione del valore. L'obiettivo del VBM, quindi, consiste nel realizzare un collegamento tra le strategie applicate e le performance del management, col fine ultimo della creazione dello shareholder value[36].

Ogni misura delle prestazioni deve essere valutata sia in base alla sua capacità oggettiva di riprodurre la realtà, sia in base alla sua capacità di influenzare il management ad agire nella direzione della massimizzazione del valore azionario. Spesso le decisioni prese dal management non sono indirizzate al raggiungimento di questo obiettivo, per questo in sempre più aziende viene specificato nella mission che lo scopo primario è proprio la creazione del valore per gli azionisti.

[36] MASERA RAINER S. e MAZZONI GIANCARLO, "Creazione di valore per gli shareholders e gli stakeholders: una fondazione analitica dei principali indicatori di valore", 2007

La creazione del valore è determinata dalle opportunità e dalla loro messa in pratica. Si devono individuare le opportunità e in alcuni casi anche crearle. Nonostante questo, l'azienda deve avere a disposizione anche del personale che sia disponibile e capace a trarre il massimo vantaggio dalle opportunità derivanti dal business. Emerge, in questo caso, il problema di diffondere un sistema di misure che influenzi il personale ad agire dal punto di vista della proprietà del business.

Per favorire la diffusione dei processi di creazione del valore, le prestazioni della gestione devono essere determinate da misure collegabili all'aumento del valore per gli azionisti e per le altre categorie di stakeholder.

Le misure delle performance, quindi, si possono definire come un modello di gestione aziendale, con lo scopo di dare una soluzione al raggiungimento di un obiettivo.

Vi sono due questioni in materia di misurazione delle performance. La prima riguarda l'attenzione dedicata alle prestazioni aziendali da parte degli stakeholder; la seconda, invece, tratta la rilevanza del bilancio, utilizzato per determinare l'abilità di produrre ricchezza.

I portatori di interesse estrapolano dal bilancio dei dati e delle informazioni che risultano utili per valutare le prestazioni aziendali. In alcuni casi, tali informazioni sono le uniche di facile reperibilità.

Il bilancio è uno strumento utile a comunicare la strategia adottata dall'azienda e da esso si può risalire alla struttura patrimoniale, alla gestione passata e alla formazione di ricchezza. Inoltre, attraverso il bilancio, si possono determinare i vincoli attesi di funzionamento e la capacità futura di generare reddito. Per tutti questi fini non è sufficiente leggere il bilancio, ma devono essere implementate delle tecniche per tradurre i dati.

Le misure delle prestazioni che si fondano su strumenti di natura economica e finanziaria sono utilizzate soprattutto a causa dell'abilità del linguaggio contabile di analizzare i risultati prodotti dall'azienda, confrontandoli con i fattori che generano

successo. Infatti, la maggior parte dei modelli e delle tecniche utilizzate per valutare le strategie e gli approcci gestionali provengono dall'ambito contabile.

Nonostante ciò, il modello basato unicamente sul bilancio presenta dei limiti in quanto un'azienda che utilizza esclusivamente misurazioni contabili avrà difficoltà a produrre valore. Infatti, tali strumenti contabili non sono stati sviluppati con lo scopo di rappresentare la creazione del valore[37].

Recentemente è stato contestato l'uso dei metodi basati sul bilancio perché si è ritenuto che le misure economiche e finanziarie presentavano dei problemi legati ai valori contabili, il rischio non era considerato in modo adeguato e la prospettiva era generalmente a breve termine.

In aggiunta a quanto appena esposto, il modello non considerava l'esatto momento in cui si verificavano i risultati e non descriveva il valore temporale del denaro, non dotando il management delle informazioni necessarie a massimizzare il valore.

Inoltre, il modello di bilancio non rileva totalmente gli elementi riguardanti l'impresa e tralascia la registrazione di fattori non materiali delle attività, di cui non riesce a cogliere le modalità di generazione o utilizzo.

Tutti questi fattori hanno determinato un riesame dei modelli contabili per la valutazione delle strategie e delle scelte di gestione e una crescita dell'interesse per l'orientamento alla creazione di valore. I limiti sono stati risolti concentrando l'attenzione sulla nozione di valore economico basato sui flussi attesi. La creazione del valore sarebbe stata difficile da quantificare attraverso le tradizionali misure aziendali.

In conclusione, le misure tradizionali per la misurazione ricorrente delle performance si basano su dati storici di provenienza contabile facilmente reperibili (utile/perdita, ROI, ecc.). Queste misure, però, presentano dei limiti che non le rendono degli strumenti ideali per la valutazione delle performance di periodo.

[37] Alvino F., "Il valore nella misurazione della performance aziendale"

La tecnica più diffusa nel VBM è l'Economic Value Added, ma vengono utilizzati anche altri metodi: il Free Cash Flow, il Cash Value Added e il Cash Flow Return on Investment.

Tali misure sono delimitate da due impostazioni: da una parte i flussi monetari e dall'altra gli aspetti del reddito economico.

Nella proposta tradizionale, il modello del valore comunica i risultati per mezzo dei flussi di cassa, però il metodo dei cash flow non è una novità.

Il Cash Flow Return on Investment, invece, è una misura ricavata e calcola la redditività attraverso il rapporto tra flussi di cassa al netto delle tasse e il capitale investito.

Queste misure presentano delle mancanze in quanto non considerano il capitale impiegato e il relativo costo, incoraggiano investimenti altamente rischiosi e non tengono conto dei beni immateriali.

Al contrario, le misure riguardanti il reddito economico vengono preferite perché rappresentano in modo migliore l'andamento del valore.

Tra tutte le misure delle prestazioni proposte, viene favorito l'utilizzo dell'EVA che presenta numerosi vantaggi: unisce in un solo algoritmo il processo generatore del valore e la corrispondente strategia; è coerente con i bisogni dell'informazione economica; misura i fattori interni all'azienda; può fare riferimento a brevi intervalli di tempo; inserisce una nuova variabile, il costo del capitale operativo.

D'altra parte, l'EVA è ambigua per quanto riguarda i parametri con cui si calcolano gli elementi caratterizzanti il reddito e il patrimonio, che la rendono una misura volatile. Inoltre, l'Economic Value Added non considera le possibilità offerte dagli investimenti non inizialmente redditizi.

Queste tecniche si fondano sull'assunzione che il discount cash flow venga utilizzato per misurare nuovi investimenti vantaggiosi.

Il Value Based Management si fonda sui principi che la creazione del valore sia determinata dalla valutazione dei discount cash flow e che le azioni e le scelte aziendali siano interessanti ai fini degli investimenti pubblici. Pertanto, il VBM valuta il successo o l'insuccesso delle azioni svolte dall'azienda.

3.2.1 L'integrazione delle misure

Per costruire strumenti utili alla misurazione delle performance è sempre maggiore l'attenzione rivolta all'integrazione tra gli indicatori finanziari e quelli non finanziari.

Le misure devono essere il più possibile inerenti agli impegni giornalieri e alle esigenze di chi li svolge.

Secondo l'ideologia che sta alla base del Value Based Management, il valore è influenzato sia dalla natura e dalla distribuzione in termini temporali dei risultati sia dal costo medio del capitale. Per questo motivo, utilizzare esclusivamente una o poche misure monetarie può essere deviante, perché le variabili da prendere in considerazione sono troppe da sintetizzare in un unico indice.

È necessario, quindi, utilizzare prevalentemente misure non monetarie che devono focalizzarsi sui value driver, da cui derivano i risultati monetari.

Sono molti i modelli il cui obiettivo è l'integrazione delle misure, garantendo un maggiore controllo sul futuro tramite l'utilizzo di misure delle prestazioni capaci di influenzare le azioni e le decisioni del management. Questi modelli si basano su indicatori legati alle particolari attività e, pertanto, correlati alle modalità di attuazione di ciascun processo aziendale. La novità introdotta da questi modelli è la capacità di adattare le attività giornaliere alla strategia applicata in azienda.

Il modello più utilizzato è la Balanced Scorecard, un sistema che integra le misure delle prestazioni.

Tale modello si prefigge di gestire la dinamica aziendale abbinando alle misure monetarie tre possibili analisi: la prima riguarda i clienti e il mercato; la seconda analisi è focalizzata sulle azioni svolte all'interno del business; infine, l'ultima è centrata sulle possibilità di innovazione e di crescita.

Gli indicatori utilizzati devono prestare attenzione sia agli aspetti operativi delle performance sia alle condizioni della struttura.

La Balanced Scorecard evidenzia il bisogno di indirizzare le misure sull'analisi dell'efficienza interna e sulla disposizione rispetto ai concorrenti. Inoltre, accentua la funzione destinata agli indicatori non monetari di determinare il comportamento dell'organizzazione. Infine, si prefigge di diffondere la politica del valore al di fuori del contesto del vertice direzionale.

L'innovazione proposta dal modello consiste nel valutare e pesare i parametri impiegati in essa secondo la classificazione, il compito della visione totale dell'azienda e gli obiettivi legati.

Lo scopo ultimo è quello di creare un quadro strategico che colleghi e semplifichi il riconoscimento dei rapporti di causa-effetto sottostanti agli indicatori inclusi in ciascuna prospettiva.

Per questa ragione, l'applicazione del VBM viene supportata da azioni coordinate di diffusione dell'informazione e formazione, accertamento e incoraggiamento, dalla controllo delle logiche di remunerazione e da azioni che garantiscano lo studio di aspetti organizzativi.

I fattori che determinano il successo del VBM risultano, quindi, essere il ruolo svolto dai dirigenti al vertice che devono essere supportati dal programma del processo; la creazione di un legame tra comportamento e remunerazione; e il ruolo del personale

che deve comprendere il funzionamento del VBM per permettere la trasformazione efficace dei comportamenti.

Questo porta a preferire molto spesso la semplicità all'accuratezza delle misure.

3.3 Il Free Cash Flow

Il Free Cash Flow è un metodo di misurazione nato negli anni Ottanta e ancora oggi largamente utilizzato per la gestione della creazione del valore aziendale o per valutare le scelte della strategia.

Inizialmente l'attenzione era incentrata sugli utili come determinante fondamentale del valore; oggi, invece, il focus si è spostato sui cash flow, che sono diventati l'unico pensiero del management. In un'azienda la determinazione e il calcolo dei flussi di cassa è influenzato dalla motivazione per cui si considerano, cioè dallo scopo dell'esito della misurazione.

Il Cash Flow rappresenta i flussi di valuta di un'azienda in un determinato periodo. Il Cash Flow è, quindi, una rilevazione dell'autofinanziamento dell'impresa e può essere ricavato dal conto economico. Il risultato finale è la determinazione della produzione di cassa e la conseguente assegnazione di questi flussi ai soci[38].

Secondo la prospettiva dell'investitore, il Free Cash Flow (FCF) rileva la capacità aziendale di produrre flussi di cassa inerenti al core business, senza prendere in considerazione le pratiche di investimento. Il FCF è considerato da molti analisti come lo strumento adatto a determinare la salute a livello finanziario dell'azienda.

[38] Flusso di cassa, http://it.wikipedia.org/wiki/Flusso_di_cassa

In finanza aziendale, il Free Cash Flow (FCF) è un modo di analizzare il flusso di cassa di un business per verificare la disponibilità di denaro distribuibile tra i possessori di titoli, quali ad esempio gli azionisti, i detentori di un debito, i possessori di azioni privilegiate.

Il Free Cash Flow (FCF) è il flusso di cassa che la gestione operativa aziendale genera solitamente nell'arco di tempo di un anno.

Il Cash Flow prende in considerazione le variazioni numeriche che possono essere in entrata (cash inflow) o in uscita (cash outflow).

Nell'ambito della ragioneria, viene prodotto il rendiconto finanziario, non obbligatorio per la redazione del bilancio aziendale, ma utile ai fini della rilevazione e dell'analisi della gestione d'impresa.

Il Cash Flow è composto da due elementi: il primo è il flusso di cassa operativo che deriva dalla gestione caratteristica dell'impresa; il secondo consiste nel flusso di cassa non operativo che è determinato da tutte le azioni effettuate in cassa.

Di seguito viene proposto un esempio di calcolo del flusso di cassa:

EBIT –

Imposte sull'EBIT +

Ammortamenti +

Accantonamenti +

Altre voci di accantonamento =

Cash Flow o **Flusso Primario dopo le tasse** ±

Variazione del capitale circolante ±

Investimenti/Disinvestimenti =

Cash Flow Operativo o **Unlevered Free Cash Flow dopo le tasse** –

Interessi al netto dello scudo fiscale –

Debiti =

Levered Cash Flow ±

Incremento delle passività ±

Incremento del capitale –

Dividendi pagati al netto dello scudo fiscale =

Flusso di cassa effettivo o **Flow to Equity**

Si ottengono diversi risultati intermedi:

- il Flusso Primario consiste nei fondi prodotti dalle attività ordinarie dell'impresa;
- l'Unlevered Free Cash Flow rappresenta i flussi destinati a coprire o rimborsare i debiti e a ripagare il capitale;
- il Levered Cash Flow corrisponde ai flussi utilizzati per coprire o ripagare il capitale;
- il Flow to Equity è il flusso di cassa di cui l'azienda può disporre e appartiene agli azionisti.

Il Cash Flow Operativo risulta essere l'elemento su cui verte la diversificazione tra la gestione aziendale e il finanziamento della stessa.

Il Flusso di cassa derivante dall'intero calcolo proposto (Flow to Equity) è interpretato come il risultato dei Cash Flow prodotti dall'impresa, mentre il Cash Flow Operativo è il totale dei flussi ottenuti dalla gestione caratteristica ed è quest'ultima descrizione che assume un significato importante per la gestione d'azienda.

Il Free Cash Flow, in sintesi, si ottiene dalla differenza tra il Cash Flow in entrata delle attività operative e il flusso di cassa in uscita degli investimenti in capitale fisso.

Gli investimenti in capitale fisso sono identificati con il valore dei CAPEX, cioè quei fondi utilizzati dall'impresa per acquistare asset durevoli.

È da notare che il Free Cash Flow non corrisponde all'utile netto, ma è un elemento fondamentale nell'attuazione del metodo del Discounted Cash Flow. Inoltre, il FCF non deve essere interpretato come uno strumento di misurazione del valore creato poiché confonde gli investimenti con i flussi di cassa prodotti dagli investimenti stessi. Un'impresa che investe riduce il suo FCF, mentre lo incrementa diminuendo gli investimenti. Al contrario, il valore aziendale aumenta insieme agli investimenti, nel caso siano vantaggiosi.

I Free Cash Flow sono, quindi, una conseguenza delle logiche gestionali e delle operazioni che hanno portato al valore aziendale; risultano da scelte esecutive, di investimento e di finanziamento.

La stima dei flussi di cassa aziendali non è un'operazione semplice. Un processo li valuta suddividendo l'intervallo temporale di previsione in due parti: la prima costituita dai flussi ottenuti durante il periodo di progettazione della strategia aziendale, la seconda formata dai flussi di cassa rilevati dopo la prima fase.

L'intervallo del tempo di pianificazione deve corrispondere alla durata del beneficio concorrenziale aziendale.

Per determinare l'arco di tempo di crescita aziendale, si studia l'azienda in relazione ai suoi concorrenti e ad altri elementi: le marche in possesso dell'azienda, la ricerca e lo sviluppo proposti dall'azienda, ecc.

Una volta stabilito tale periodo, si deve stimare il flusso di cassa aziendale futuro attraverso la previsione della dinamica delle vendite annuali e del tasso di crescita delle stesse vendite.

Per la gestione della creazione del valore non sono fondamentali i dati di natura contabile, ma i flussi di cassa. Comunque, in ambito contabile si devono considerare gli utili ricavati nel passato, da cui si può partire per prevedere i flussi futuri sulla base di quelli passati.

3.4 L'Economic Value Added

L'Economic Value Added (EVA) può essere impiegato per diverse finalità, ma principalmente è un metodo utilizzato per calcolare il rendimento di un investimento ed è forse la misura delle prestazioni che più si avvicina ad esprimere il corretto profitto aziendale. Il suo obiettivo consiste nel colmare alcuni vuoti lasciati dagli indici contabili, quali ad esempio il risultato d'esercizio, il ROI o il ROE. Questi ultimi, infatti, sono ottenuti dall'analisi di dati storici, senza una vera considerazione delle prospettive future.

Il metodo dell'EVA si fonda sulla logica che ogni impresa non solo dovrebbe riuscire a coprire i propri costi con i ricavi ottenuti, ma dovrebbe anche ripagare il rischio aziendale attraverso la generazione di extra-profitto. Se questa situazione non si verifica, si può affermare che l'azienda non è stata in grado di creare valore economico, ma, al contrario, lo ha distrutto.

Verso la fine degli anni Ottanta, è stato sviluppato e diffuso il modello dell'EVA, da parte di Stern & Stewart, una società di consulenza. Il modello proposto aveva lo scopo di riempire le carenze descritte sopra, prendendo in considerazione sia la remunerazione del capitale di debito sia del capitale di rischio, dimostrando che l'azienda era in grado di produrre ricchezza.

Nato come indicatore delle prestazioni, il modello dell'EVA è stato utilizzato anche con lo scopo di valutare l'azienda, perché confronta il ritorno del capitale investito con il relativo costo ed evidenzia se l'impresa ha prodotto o meno valore.

Questo metodo si prefigge di riuscire a determinare il valore legato alla crescita dell'azienda e l'unico vero obiettivo che si impone è quello di modificare l'azione del management e di tutto il personale, indirizzandoli ad agire con la finalità ultima della creazione del valore[39].

Il metodo dell'EVA si basa sulla nozione di profitto economico tramite la quale la stima del capitale economico ha le basi nella teoria che la creazione di valore si verifica se le risorse impiegate rendono di più del loro costo-opportunità[40].

Nel contesto del Value Based Management, l'Economic Value Added valuta il valore creato periodicamente attraverso la differenza tra il reddito operativo e il rendimento del capitale investito. L'idea alla base di questo calcolo è che la gestione aziendale genera valore esclusivamente se il reddito operativo è talmente elevato da consentire di ottenere un reddito residuo dopo aver pagato gli azionisti e soggetti terzi che hanno finanziato con apporti di capitale.

Il calcolo dell'EVA si ottiene dalla differenza tra il reddito operativo al netto delle imposte che esclude gli oneri e/o i proventi straordinari e finanziari (NOPAT, acronimo

[39] Rogerson William P., "Intertemporal Cost Allocation and Managerial Investment Incentives: A Theory Explaining the Use of Economic Value Added as a Performance Measure", Journal of Political Economy, Vol. 105, No. 4 (August 1997), pp. 770-795

[40] "IL MODELLO EVA: ECONOMIC VALUE ADDED", http://www.fargroup.eu/webfm_send/176

di Net Operating Profit After Taxes) e il costo del capitale utilizzato per raggiungerlo (WACC*Capitale Investito):

$$EVA = NOPAT - WACC * CI$$

Se il valore dell'indice calcolato è maggiore di zero, l'azienda ha ripagato i fornitori del capitale, come i creditori e i soci, sta producendo ricchezza ed è in grado di attirare nuove risorse per incrementare la ricchezza stessa; se, al contrario, il valore è inferiore allo zero, la ricchezza viene distrutta[41].

Le informazioni necessarie per il calcolo dell'EVA possono essere ricavate dal Conto Economico e dallo Stato Patrimoniale riclassificati. Dal primo documento si possono estrarre i dati relativi al reddito operativo e al NOPAT, mentre dallo Stato Patrimoniale si possono estrapolare le informazioni riguardanti il capitale investito.

Successivamente devono essere compiute quattro operazioni per giungere al valore finale dell'EVA.

La prima consiste nel calcolo del NOPAT, cioè il reddito operativo al netto delle tasse che non considera gli oneri e/o i proventi straordinari e finanziari:

$$NOPAT = EBIT * (1 - t)$$

dove *t* rappresenta l'aliquota d'imposta marginale;

La seconda operazione da svolgere è l'identificazione del Capitale investito (CI) attraverso la seguente formula:

$$CI = CP + DFN + EE$$

[41] Economic Value Added, http://it.wikipedia.org/wiki/Economic_Value_Added

dove:

- CP indica il capitale proprio;
- DFN sono i debiti finanziari netti;
- EE rappresentano gli equivalenti di capitale.

Successivamente si deve determinare il WACC che, come è stato esposto nel primo capitolo, è la media ponderata del costo del debito e del costo dell'equity;

Infine, si calcola l'EVA, secondo la formula sopra riportata.

Il modello dell'EVA presenta sia dei vantaggi sia dei limiti.

Risulta essere interessante per un'impresa perché focalizza l'attenzione su due obiettivi importanti. Il primo riguarda il riconoscimento dello scopo principale dell'azienda nell'aumento della ricchezza destinata agli shareholder.

Il secondo obiettivo consiste nell'analisi del valore aziendale che dipende dai ritorni attesi dagli investitori in misura maggiore o minore del costo di capitale[42].

In questo contesto, un elevato aumento del valore dell'EVA porta ad un incremento del valore di mercato aziendale.

Questa considerazione è molto importante per l'azienda a causa dell'opportunità di una continua miglioria dell'EVA che produrrà una crescita della ricchezza per gli shareholder.

L'EVA, inoltre, consente di superare un limite presente in molti indici delle performance, dal momento che permette alla direzione di essere responsabile di influenzare e gestire alcune misure, ad esempio le scelte prese dai manager possono condizionare il tasso di ritorno del capitale investito.

Infine, il modello dell'EVA può essere utilizzato nei processo destinati a determinare l'attività del management.

[42] Stern Stewart & Co., "EVA & Strategy", Aprile 2000

Fra quanto esposto finora, il principale vantaggio di questo modello è la capacità di misurare le prestazioni dell'azienda in un intervallo di tempo. Infatti, rispetto al metodo dei free cash flow, l'EVA consente di fornire indicazioni annuali sull'andamento del valore, per cui risulta estremamente efficace in termini di comunicazione interna all'azienda.

Per quanto riguarda i limiti, devono essere identificate le variabili che influenzano la determinazione dell'EVA. Come già esposto nelle formule presentate sopra, un ruolo fondamentale è occupato dal WACC e dal capitale investito.

A sua volta, il costo medio ponderato del capitale dipende da vari elementi: il tasso del mercato, il premio per il rischio, il rischio collegato all'impresa e la sua organizzazione patrimoniale.

Invece, il capitale investito è condizionato sia dagli aspetti in ambito gestionale sia dalle politiche della contabilità aziendale[43].

Il calcolo algebrico dell'EVA è determinato anche dalla presenza di ulteriori due variabili: l'importo degli investimenti e l'inflazione. Il risultato che si ottiene è inversamente proporzionale agli investimenti conseguiti, mentre è direttamente proporzionale all'inflazione.

In conclusione, il modello dell'EVA può essere visto come uno strumento per valutare il capitale economico dell'azienda.

Il valore aziendale equivale al valore del capitale investito a cui vanno aggiunti i valori attuali degli EVA.

A livello pratico, l'EVA è preferibile perché è un modello flessibile e adattabile ad ogni singola impresa.

[43] "IL MODELLO EVA: ECONOMIC VALUE ADDED", http://www.fargroup.eu/webfm_send/176

3.5 Il Cash Value Added

La direzione aziendale non utilizza un metodo accurato per la misurazione delle prestazioni finanziarie; le misurazioni tradizionali, quali il ROI (Return on Investments), non forniscono il corretto orientamento alla gestione per la valutazione del risultato finanziario dell'investimento strategico.

La gestione ha la necessità di disporre di un modello che colmi il divario esistente tra le misure delle prestazioni finanziarie storiche e la valutazione degli investimenti, al fine di attuare scelte strategiche.

Il modello del Cash Value Added deve seguire l'approccio del Value Based Management, cioè deve misurare i flussi di cassa attualizzati, dal momento che i flussi di cassa e il valore temporale del denaro determinano il valore[44].

La gestione deve essere in grado di valutare l'azienda secondo l'ottica dell'investitore: la redditività e la creazione del valore nelle imprese sono in funzione dei fondi investiti inizialmente in una o più attività, dei flussi di cassa operativi e dei costi del capitale.

Il modello presentato, che è uno schema del valore attuale netto sulla base dei flussi di cassa scontati, consente al management di focalizzare l'attenzione su un numero limitato di investimenti strategici rilevanti, in modo da gestire in tempi più efficientemente.

La direzione spesso commette l'errore di sopravvalutare la redditività storica, ripetendo le prestazioni passate, quando, invece, sarebbe sufficiente puntare su nuovi investimenti strategici per creare valore.

[44] Weissenrieder Fredrik, "VALUE BASED MANAGEMENT: Economic Value Added or Cash Value Added?", Study No 1997:3

Il metodo proposto include le voci solo in termini monetari, ovvero l'EBITDA, i movimenti del capitale circolante e gli investimenti non strategici. La somma di questi tre elementi produce il flusso di cassa operativo.

Il Cash Value Added è ottenuto dalla differenza tra l'OCF (flusso di cassa operativo) e l'OCFD (flusso di cassa necessario a soddisfare le esigenze finanziarie dell'investitore sugli investimenti strategici della società).

L'OCFD viene calcolato in tre fasi.

La prima prevede l'identificazione dell'esborso iniziale per ogni investimento strategico;

Il passaggio successivo riguarda la stima della vita economica di ciascun investimento;

Infine si identifica il flusso di cassa nominale prodotto da ogni investimento in un determinato periodo.

$$OCFD_{Anno\ 1} = \frac{ammontare\ dell'investimento}{\frac{1}{r - inflazione} - \frac{\frac{(1 + inflazione)^n}{r - inflazione}}{(1 + r)^n}}$$

L'OCFD totale corrisponde alla somma dei singoli OCFD per ogni investimento strategico in ogni periodo.

Un'altra misura del modello del Cash Value Added è data dall'indice CVA che viene calcolato attraverso il rapporto tra OCF e OCFD:

$$CVA\ Index = \frac{PV(OCF_{1\ldots n})}{-\ investimento} = \frac{PV(OCF_{1\ldots n})}{PV(OCFD_{1\ldots n})}$$

Se il valore dell'indice è superiore a 1, l'investimento strategico produce sufficiente OCF.

L'indice CVA può essere suddiviso nelle sue quattro componenti: il surplus del margine operativo; il margine dei movimenti di capitale circolante (WCM); il margine dell'investimento non strategico; e, infine, il margine OCFD[45].

Il calcolo diventa:

$$CVA\ Index = \frac{operating\ surplus\ margin + WCM\ margin + non\ strategic\ investment\ margin}{OCFD\ margin}$$

La maggior parte degli investimenti dovrebbe essere più redditizia nella prima fase della vita economica, cioè la redditività dovrebbe deteriorarsi nel tempo, quando i costi di manutenzione aumentano, l'efficienza temporale scende e la concorrenza di nuove tecnologie più efficienti riduce il presso di mercato del prodotto. L'indice CVA aiuta i manager a gestire questa logica di business.

3.6 Il Cash Flow Return on Investment

Il **C**ash **F**low **R**eturn **O**n **I**nvestment (**CFROI**) esprime il ritorno dei flussi di cassa degli investimenti per un'azienda, quindi aiuta una società a valutare le prestazioni di un dato investimento o di un prodotto, e rappresenta il tasso interno di rendimento degli investimenti esistenti, sulla base reale dei cash flow.

[45] Ottosson Erik & Weissenrieder Fredrik, "CVA Cash Value Added - a new method for measuring financial performance", Study No 1996:1

Può anche essere definito come il calcolo che aiuta il mercato azionario a fissare i prezzi sulla base dei flussi di cassa[46].

In generale, dovrebbe essere comparato al costo reale del capitale per esprimere valutazioni sulla qualità di tali investimenti.

Il ritorno del flusso di cassa sugli investimenti per un'azienda è calcolato partendo da quattro input.

Il primo è l'investimento lordo che l'impresa ha nei suoi beni esistenti, ottenuto sommando gli ammortamenti accumulati alla rivalutazione monetaria al book value.

Il secondo input è il flusso di cassa lordo conseguito nell'anno corrente; solitamente è definito come la somma del risultato operativo dopo le imposte e gli oneri non monetari nei confronti degli utili, come le svalutazioni e gli ammortamenti.

Il terzo spunto è la durata prevista delle attività in corso al momento dell'investimento iniziale, che varia da settore a settore, ma riflette la vita degli utili degli investimenti in questione.

Infine, l'ultimo input è costituito dal valore residuo atteso delle attività al termine della durata fissata. Questo solitamente si presume corrisponda alla porzione di investimento iniziale, come il terreno e gli edifici, che non è ammortizzabile.

Il CFROI, quindi, può essere interpretato come il tasso di sconto che rende il valore attuale netto dei flussi di cassa lordi e il valore residuo equivalenti all'investimento lordo, e può, perciò, essere visto come un tasso interno composito dei rendimenti in termini di dollari correnti.

Una formulazione alternativa del CFROI prevede di mettere da parte una rendita, chiamata ammortamento economico, per coprire il costo di sostituzione atteso del bene al termine della vita del progetto. Il costo di sostituzione atteso del bene viene

[46] Cash flow return on investment, http://www.readyratios.com/reference/cashflow/cfroi.html

definito in termini di dollari correnti come la differenza tra l'investimento lordo e il valore residuo.

La differenza tra i due metodi per la determinazione del CFROI è identificabile nel tasso di reinvestimento. Infatti, nel primo approccio i flussi di cassa intermedi vengono reinvestiti al tasso interno di rendimento, mentre nel secondo, le quote dei flussi finanziari che vengono messe da parte per la sostituzione vengono reinvestiti al costo del capitale.

Se il valore attuale netto fornisce le basi per il metodo dell'EVA, il tasso interno di rendimento è il fondamento per l'approccio del CFROI. Nell'analisi degli investimenti, il tasso interno di rendimento di un progetto è calcolato utilizzando l'investimento iniziale sul progetto e tutti i flussi di cassa durante la vita del progetto.

Quest'analisi può essere eseguita interamente in termini nominali, nel qual caso il tasso di rendimento interno è nominale ed viene comparato al costo nominale del capitale, oppure in termini reali, allora si tratta di un vero **IRR** (**I**nternale **R**ate of **R**eturn) che viene confrontato con il costo reale del capitale.

Il CFROI utilizza l'investimento lordo nel progetto come l'equivalente dell'investimento iniziale, presuppone che il flusso di cassa corrente lordo sia mantenuto per tutta la durata del progetto e calcola un tasso reale di rendimento interno. Vi sono, tuttavia, alcune differenze significative.

Il tasso interno di rendimento non richiede che i flussi di cassa al netto delle imposte siano costanti per la vita di un progetto, anche in termini reali. L'approccio del CFROI presuppone che i flussi di cassa reali sui beni non cambino nel tempo; questa può essere un'assunzione ragionevole per gli investimenti in settori maturi, ma sottovaluta i ritorni di progetto se c'è crescita reale. In questi casi, l'approccio CFROI deve essere modificato per consentire la crescita.

La seconda differenza è che il tasso interno di rendimento di un progetto o di un'attività si basa sui flussi di cassa futuri incrementali e non considera i flussi di cassa

che si sono già verificati. Il CFROI, d'altra parte, cerca di ricostruire un progetto o un'attività, utilizzando sia i flussi di cassa che si sono già verificati e sia i cash flow che devono ancora avvenire[47].

Può accadere che le due misure presentino una differenza; il motivo principale risiede nel fatto che l'IRR si basa interamente sui flussi di cassa futuri attesi, al contrario del metodo del CFROI. Nel caso in cui il CFROI sia maggiore del costo del capitale, si assume che l'azienda stia implementando bene i suoi beni. Se, invece, l'IRR è inferiore al costo del capitale, tale interpretazione è falsa, perché la proprietà dell'impresa farebbe meglio a vendere l'attività e ottenere il suo valore di mercato, piuttosto che continuare l'attività.

Più importante della meccanica, tuttavia, è il valore dell'azienda, mentre una funzione del CFROI è anche funzione delle altre variabili nell'equazione - l'investimento lordo, l'aliquota, il tasso di crescita, il costo del capitale e le esigenze di reinvestimento dell'impresa.

Ancora, gli utenti più sofisticati del CFROI riconoscono il fatto che il valore derivi dal CFROI non solo sulle attività in atto, ma anche sui futuri investimenti. Infatti, l'Holt Associates, uno dei principali sostenitori del CFROI, consente un fattore di dissolvenza nel CFROI, dove la corrente del CFROI sfuma verso il costo reale del capitale nel tempo. Il fattore di dissolvenza è stimato empiricamente, cercando nelle aziende e monitorando diverse classi nel tempo.

Pertanto, il valore di un'impresa dipenderà dal CFROI che guadagna sulle attività in atto e dalla repentinità e dalla velocità con cui questo CFROI si dissolve verso il costo di capitale. Quindi, un'impresa può aumentare potenzialmente il suo valore effettuando una delle seguenti operazioni. La prima prevede l'aumento del CFROI dalle attività in

[47] Damodaran Aswath , "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset", 3° edizione Wiley

atto per un determinato investimento lordo; la seconda, invece, comporta la riduzione della velocità con cui il CFROI sfuma verso il costo reale del capitale.

Il Cash Flow Return on Investment viene calcolato con la seguente formula:

$$Valore\ del\ CFROI = {}^{Cash\ Flow}/_{Valore\ di\ mercato\ del\ capitale\ investito}$$

Il CFROI può essere comparato con il tasso di rendimento minimo che si riferisce alla somma del capitale che viene calcolato sommando il costo del debito finanziario e il ritorno sul patrimonio netto della partecipazione.

Può anche essere indicato come il rapporto che viene utilizzato per misurare le prestazioni che possono influenzare le decisioni dei dirigenti in materia di responsabilità finanziarie diverse dalle svalutazioni e dalle strutture di investimento. È stato utilizzato il tasso in percentuale del rendimento del cash flow al valore di mercato del capitale. Il calcolo del CFROI guida i manager a raggiungere gli obiettivi che prevedono una crescita delle vendite, mantenendo i costi bassi; tutto questo si ottiene realizzando investimenti, anche di dimensioni ridotte.

In conclusione, il CFROI aiuta l'impresa a determinare i ritorni sugli investimenti che sono stati fatti, il cui rendimento deve essere superiore al costo del capitale. Solo allora il ritorno dell'investimento sarà positivo. Se il ritorno è inferiore al costo del capitale, allora il CFROI sarà sconveniente. I calcoli per il Cash Flow Reutrn on Investment prendono in considerazione anche la vita stimata del patrimonio della società. Il concetto del CFROI suggerisce anche che i prezzi dei titoli nei mercati azionari sono impostati sulla base dei flussi di cassa piuttosto che sul guadagno o sull'esecuzione di un business.

3.7 Gli indicatori delle performance

Gli indicatori sono dati critici, riassuntivi, rilevanti e principali che consentono di quantificare il dinamismo dell'azienda in tutti i suoi ambiti.

Sono dati critici perché su di essi il management prende le decisioni; sono riassuntivi perché rappresentati da una sola variabile; sono descritti come rilevanti in quanto riproducono i casi aziendali a cui si riferiscono; infine, sono principali per il ruolo svolto all'interno dei processi di progettazione e controllo.

Inoltre, consentono di calcolare il trend dell'impresa perché vengono impiegate variabili sia quantitative sia qualitative, in ogni caso comparabili. Per ciascun indicatore viene poi assegnata una variabile che ne darà la corrispondente misura.

Tramite tali informazioni, la direzione non solo può valutare quantitativamente ciò che avviene in azienda sia nel tempo sia nello spazio, ma può anche progettare le future azioni, calcolare eventuali scostamenti tra gli obiettivi prefissati e quelli effettivamente raggiunti, e attuare le correzioni, se necessario.

Dei buoni indicatori delle prestazioni sono considerati tali se rilevano tempestivamente possibili criticità, al contrario della semplice contabilità che potrebbe accorgersene troppo tardi.

Le prestazioni non possono essere analizzate solo da una prospettiva economico-finanziaria perché le informazioni contabili registrano solamente la parte dedicata alla strategia della gestione a medio-lungo termine. Mentre alcuni fattori fondamentali quali la qualità dei beni e dei servizi, la tempestività nelle consegne, la soddisfazione della clientela, non provocano conseguenze sui dati contabili.

Le performance aziendali possono essere esaminate secondo due prospettive.

La prima le vede come profili di risultato: si identificano delle misure che siano efficaci, efficienti ed economiche che riescano a registrare la gestione aziendale degli elementi critici che sono il fondamento del vantaggio sui concorrenti.

La seconda prospettiva le interpreta come andamento: la dimensione del tempo porta ad un'ottica che si basa sugli esiti ottenuti e si concentra sui vincoli della gestione che condizioneranno lo sviluppo delle prestazioni.

Un controllo di gestione che vuole ottenere successo deve stabilire degli scopi e dei criteri e i rispettivi indicatori che derivano dallo studio degli elementi fondamentali per il successo, delle aree gestionali e dei parametri decisivi.

In questo modo si riesce a creare una relazione tra le responsabilità della gestione e i fattori critici alla base del successo.

Il successo viene rilevato se sono stati raggiunti determinati obiettivi, che sono suddivisi in tre tipologie: risultati di natura economico-finanziaria: sono ottenuti utilizzando i tradizionali dati contabili; risultati di natura competitiva: sono relativi all'uso di indicatori che "pesano" il ruolo dell'azienda nel mercato concorrenziale; e, infine, risultati di natura sociale: sono inerenti il grado di soddisfazione e di fiducia ottenuti da parte dei soggetti coinvolti.

Le performance possono essere molte e di vari tipi.

Alcune sono di carattere generale e pertanto sono presenti in tutti i processi; altre, invece, possono essere caratteristiche di un particolare processo.

La rilevazione delle prestazioni aziendali prevede sia determinato un sistema di indicatori che sia in grado di riprodurre la capacità imprenditoriale di raggiungere determinati obiettivi, indipendentemente che essi siano di breve temine o di medio o di lungo.

Non vengono utilizzate misure che rilevano esclusivamente i risultati raggiunti, quindi di natura statica, ma anche il grado di adattamento dell'azienda ai cambiamenti che avvengono all'esterno, cioè viene utilizzato anche l'aspetto dinamico.

Il sistema delle misure individuato deve possedere delle caratteristiche che consentano il raggiungimento degli obiettivi fissati.

Le specifiche di tali requisiti sono principalmente quattro.

La prima riguarda l'interezza: il sistema risulta completo perché sono stimati tutti gli elementi che costituiscono il valore creato dall'azienda;

La seconda caratteristica consiste nella rilevanza: il sistema ne è caratterizzato a causa del suo stretto legame con le decisioni imprenditoriali. Gli indicatori sono importanti se sostengono le scelte riguardanti le aree problematiche della gestione, in cui avvengono i fenomeni che condizionano per la maggior parte sulle prestazioni.

Collegata a questa caratteristica dei requisiti, c'è la selettività a causa dell'elevato numero di variabili che rendono il sistema delle misure problematico da dirigere. Quindi, è necessario focalizzare l'attenzione su quelle variabili considerate più utili rispetto ad altre per il raggiungimento degli obiettivi;

La terza peculiarità è l'adattabilità: il sistema è adattabile quando muta a causa del cambiamento di fattori esterni oppure interni all'azienda;

Infine, l'ultima specifica coincide con la chiarezza: il sistema è chiaro e accessibile se è capace di distribuire internamente all'azienda una comunicazione ed un grado di dettaglio in linea con le esigenze degli utilizzatori. In questo modo, è diffusa a tutti la conoscenza degli obiettivi stabiliti, degli elementi fondamentali che li generano e degli esiti risultanti dall'attività aziendale.

Vi sono poi altre caratteristiche che è necessario menzionare, tra cui la tempestività, cioè la produzione e la diffusione dei dati in tempi più celeri rispetto alle decisioni; la ciclicità, corrisponde alla ripetitività con cui vengono fatte le misurazioni; e la coerenza

dell'organizzazione, comporta uno stretto legame tra gli indicatori delle performance e la struttura aziendale, i ruoli al suo interno e la suddivisione delle responsabilità.

L'elevata numerosità delle prestazioni e delle corrispettive misure ha reso l'organizzazione del sistema delle misure articolata e problematica, perché per ciascun caso aziendale si fa riferimento ad una specifica organizzazione. Se, invece, si proponessero delle soluzioni predeterminate la misurazione potrebbe risultare inefficace, provocando delle azioni controproducenti.

Vanno considerati alcuni aspetti determinanti la performance economica.

In primo luogo, tale performance deriva dalle relazioni esistenti tra le diverse prestazioni e i risultati ottenuti che spesso non sono collegati tra loro direttamente, ma tramite legami di causa-effetto.

La prestazione economica risulta da contesti aziendali efficaci ed efficienti, quindi ci si deve concentrare su tali situazioni per ottenere dei miglioramenti.

Un terzo aspetto sostiene che le prestazioni alla base della performance economica non per forza sono esprimibili o calcolabili tramite dei criteri monetari, ma devono essere stimate con l'utilizzo di criteri di natura quantitativa o qualitativa.

Infine, secondo l'ultimo aspetto, la prestazione economica può derivare da performance solo efficaci oppure solo efficienti, nel caso in cui ci sia un contesto temporale limitato.

La misurazione degli indicatori delle performance si può riassumere nelle seguenti categorie:

- misure di costo: la misura dei costi sostenuti per svolgere delle attività può fornire un primo dato sull'efficienza nei processi. Per questo tipo di controllo

viene proposto il metodo dell'Activity Based Costing (ABC)[48] che è in grado di fornire alla direzione una prospettiva di medio-lungo termine;

- misure di tempo: il tempo sta diventando sempre più un elemento di competizione. Grazie alla facilità con cui viene misurata, si sta largamente diffondendo l'utilizzo della misura di tempo all'interno delle aziende. Le principali misure che rientrano in questa categoria sono i lead time, ossia i tempi necessari perché un processo sia eseguito; il time to market e il time to order; il tasso di rotazione delle scorte e il tasso di immissione di nuovi prodotti;
- misure di qualità: questa è la categoria caratterizzata dal maggior numero di misure. Può essere pratico differenziare la qualità creata dalla qualità avvertita. La prima consiste nell'autenticità e nell'efficacia obiettiva dei metodi di esecuzione dei processi e dei relativi risultati; mentre la seconda è intesa come la corrispondenza dell'offerta con la domanda da parte dei clienti.

Sono diffusi vari tipi di indicatori rapportati ai relativi modelli, tra cui i principali sono il **C**ritical **S**uccess **F**actors (**CSF**), i **K**ey **P**erformance **I**ndicators (**KPI**), il Management Accounting e, per ultima ma più utilizzata, la Balanced Scorecard.

Il metodo dei CSF è un metodo semplice che identifica quali sono i dati prioritari; viene impiegato per determinare quali sono le aree critiche di un business e per individuare gli indicatori della strategia.

[48] L'Activity Based Costing è un metodo che analizza i costi aziendali e il loro peso, indipendentemente dalla struttura dell'impresa. Nato negli anni Ottanta negli Stati Uniti, si è diffuso in America e in Europa di pari passo con l'economia, sviluppando anche diverse varianti.
Il fine ultimo di tale metodologia è rendere l'azienda consapevole della rispettiva produttività. L'ABC comporta un primo controllo dei costi per poterli poi gestire dinamicamente e in relazione al trend del mercato e del valore che il mercato stesso assegna al bene o servizio da vendere.

I CSF corrispondono ad aree di eccellenza e, in quanto tali, sono differenti dagli obiettivi prefissati. Infatti, questi ultimi forniscono una definizione dei risultati da raggiungere e possono essere misurati in termini di tempo e di qualità, mentre i CSF sono aree dove è fondamentale raggiungere l'eccellenza per ottenere gli esiti richiesti.

In sintesi, i Critical Success Factors possono essere definiti come degli strumenti utili a raggiungere gli obiettivi stabiliti.

All'interno del contesto aziendale, esistono vari livelli gerarchici dei CSF. A livello di azienda, i CSF comprendono la totalità degli elementi che generano la competizione; a livello funzionale, fanno riferimento ai processi controllati da ogni singola funzione; infine, a livello dirigenziale, i CSF individuano le responsabilità di ciascun manager.

Studiando i CSF si possono ottenere i seguenti risultati: la creazione di condizioni per la realizzazione della correlazione tra le decisioni strategiche, le azioni pratiche e il controllo; l'assegnazione al sistema di un livello di sbocco verso l'esterno; lo sviluppo di una cultura dirigenziale; e l'estensione degli strumenti di stima anche ad indicatori non monetari.

Per selezionare gli indicatori da utilizzare, il primo obiettivo da determinare è l'identificazione dei dati necessari ai manager (logica top-down). Questi dati vengono estrapolati indirettamente indagando su quali aree i manager devono eccellere per ottenere successo.

Per definire gli indicatori sono previste quattro fasi.

La prima consiste nell'identificazione: si determinano a priori i CSF riguardanti l'area presa in esame. La lista che si viene a creare è vantaggiosa perché minimizza i tempi necessari a svolgere l'intervista ai manager;

La seconda fase prevede la definizione degli indicatori attraverso l'intervista: i manager intervistati approvano i CSF presenti nella lista pre-costituita ed eventualmente ne aggiungono degli altri con i relativi indicatori. Il passo successivo è la misurazione degli

indicatori corrispondenti ai CSF individuati. Infine, si svolge un'attività di perfezionamento e certificazione dei requisiti;

Il terzo passo comporta il controllo della solidità degli indicatori: questa fase serve a garantire l'attuabilità in termini pratici degli indicatori scelti.

I metodi di valutazione sono: la comprensione semplice, che sia coerente con l'algoritmo utilizzato per il calcolo dell'indicatore; il costo complessivo di generazione dell'indicatore; la rilevanza dell'indicatore rispetto al corrispondente CSF; la ripetitività, ossia la ciclicità con cui si aggiorna l'indicatore; e, infine, l'organizzazione, cioè il giudizio sull'esattezza dei dati.

Tutte le informazioni ottenute devono essere riassunte in una tabella e la solidità finale dell'indicatore deriva dalla media delle misure riguardanti ciascun criterio.

Infine, l'ultima fase è costituita dal perfezionamento dei requisiti: quest'ultima fase genera l'output finale dell'analisi dei CSF.

Gli output più frequenti sono il contesto di azione e gli scopi generici; l'elenco dei CSF che determina i risultati che il sistema informativo direzionale deve ottenere; la spiegazione delle caratteristiche degli indicatori selezionati per la misurazione; il quadro di impiego dei dati; la lista degli input che servono a determinare le misure; e, infine, l'efficienza della presentazione e della diffusione dei dati.

Il metodo dei Key Performance Indicators, impiegato per identificare le performance critiche delle attività d'impresa e diretto al controllo produttivo, è caratterizzato da una gamma di indicatori sia di natura quantitativa sia qualitativa che stimano gli obiettivi raggiunti.

Secondo l'analisi dei KPI, l'attività di gestione è formata da varie funzioni che tramite l'uso di diverse risorse generano un risultato conseguente a delle domande di servizio.

Lo scopo dei KPI è quello di stimare le prestazioni complessive di un'attività.

I KPI sono costituiti da una serie di indicatori che valutano:

- le performance di efficienza: viene misurata la resa e i costi unitari con cui si raggiungono i risultati per i clienti;
- il grado di servizio: gli indicatori determinano i tempi essenziali a fornire una risposta alle necessità della clientela e l'adattabilità dei fornitori;
- la qualità delle attività imprenditoriali: viene valutata la coerenze degli output con le aspettative dei clienti.

L'obiettivo ultimo degli indicatori KPI coincide con la misurazione di una serie di performance di un determinato processo, che nel complesso devono valutare quantitativamente il valore del risultato ottenuto per i clienti.

Gli indicatori utilizzati sono specifici di un determinato processo e non è garantito che in ciascun processo sia presente l'intero insieme degli indicatori.

Attraverso il metodo dei KPI si determinano dei dati che riescono a valutare le attività competitive considerando tutti gli aspetti, pur rimanendo in numero relativamente limitati.

Il metodo dei KPI si prefigge l'obiettivo di procurare una prospettiva totale delle performance, visto che considera sia le prestazioni efficienti sia quelle efficaci.

Volendo paragonare questo metodo con quello presentato in precedenza dei CSF, si notano delle somiglianze in quanto anche in questa metodologia si applica un orientamento indiretto alle necessità informative.

Il primo step da affrontare prevede lo studio dei processi: viene definita una prima lista delle performance chiave; di seguito viene stilato l'elenco e le caratteristiche dei KPI. La terza fase prevede il controllo dei KPI: vengono scelti i KPI secondo il loro grado di solidità e la copertura dei CSF; poi viene proposta la mappa della solidità degli indicatori; e, infine, la tabella KPI/CSF.

Una volta determinati i fattori critici di successo e i relativi indicatori e i processi e i corrispettivi KPI, è possibile decidere il tipo di legame instaurato tra le performance di ciascun processo e l'ottenimento dei risultati rilevanti per i CSF.

Lo scopo della fase che valuta la copertura dei CSF è indispensabile per controllare il legame tra KPI e CSF, poiché, altrimenti, i processi verrebbero osservati tramite degli indicatori non connessi alle aree critiche di successo dell'azienda.

Il Management Accounting viene utilizzato per realizzare la struttura degli indicatori di natura economico-patrimoniale per la gestione manageriale. L'obiettivo che si vuole raggiungere con tale metodo è la misurazione delle performance aziendali tramite l'impiego di indicatori contabili, avvalendosi del conto economico e dello stato patrimoniale[49].

3.7.1 La Balanced Scorecard

Il metodo della **B**alanced **S**core**c**ard (**BSC**), riassumendo i metodi presentati finora, descrive e controlla la strategia aziendale con l'obiettivo di trasporre le azioni e le strategie in termini di misure delle prestazioni.

Il merito attribuito alla BSC è quello di creare un collegamento tra gli obiettivi operativi di breve periodo e quelli strategici di lungo periodo, comparando gli indicatori di natura finanziaria con quelli non finanziari.

Le ipotesi su cui si fonda tale modello sostengono che l'utilizzo esclusivo di misure economico-finanziarie possano portare l'azienda a commettere degli errori, dal

[49] Cavalli Simone, "Il sistema di misurazione delle prestazioni aziendali", Università degli Studi di Bergamo, Febbraio 2008

momento che tali misure funzionano a posteriori e quindi sono relative a dati del passato. Con l'attuazione del metodo della BSC si affiancano a queste misure ex post delle misure che stimano le prestazioni finanziarie future.

Quindi, la Balanced Scorecard è una tecnica utilizzata per misurare le prestazioni, fondata sul bilanciamento delle diverse categorie degli indicatori, ognuna delle quali è rivolta ad una particolare visione di analisi: il trend finanziario, i clienti, i processi aziendali interni, la formazione e lo sviluppo.

La prospettiva indirizzata all'analisi del trend finanziario utilizza delle misure che sono conosciute dall'azionista, ossia gli output economici, patrimoniali o finanziari. Gli indicatori considerati sono volti a determinare il valore aziendale destinato all'azionista oppure a definire l'espansione dell'attività.

La prospettiva del cliente, invece, individua le parti di mercato dove l'azienda può competere e ne stima le performance. Vengono utilizzati i seguenti indicatori di efficacia ed efficienza: la soddisfazione del cliente; la rotazione del cliente; il valore della clientela; e le quote di mercato in possesso per ciascun segmento.

La terza prospettiva è quella rivolta ai processi aziendali interni in cui si deve ottenere successo. Tale prospettiva è, quindi, selettiva perché prende in considerazione solo quei processi necessari per la determinazione del valore aggiunto al cliente, e innovativa in quanto esamina non solo i processi già esistenti, ma anche quelli futuri.

Infine, l'ultima prospettiva è quella legata alla formazione e allo sviluppo. Vengono quantificate le performance della struttura, essenziale all'azienda per conseguire dei miglioramenti nel lungo periodo[50].

[50] "La Balanced scorecard: uno strumento di controllo strategico", http://www.teocollector.com/scorecard.htm

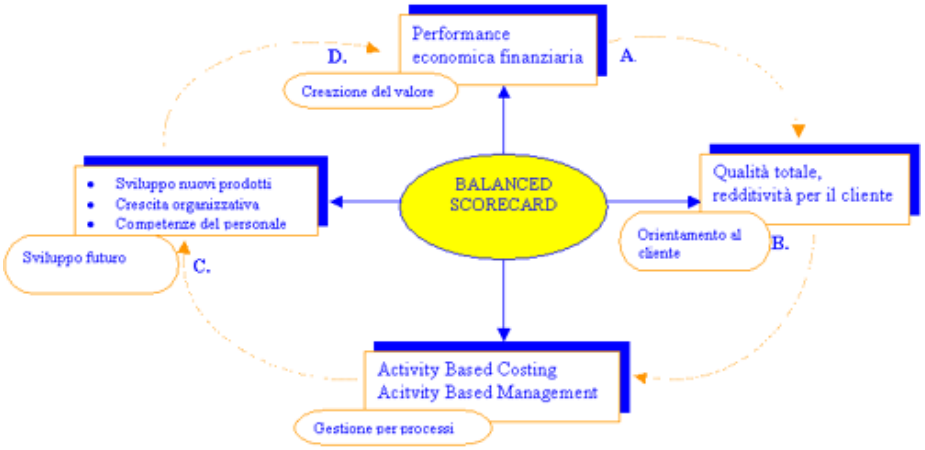

Figura 3. Le quattro prospettive della BSC

Gli elementi fondamentali della struttura sono i dipendenti, i processi tecnologici e i procedimenti organizzativi.

La BSC è caratterizzata da due peculiarità: le misure rappresentano l'applicazione di una determinata strategia; e alle misure si aggiunge una relazione di causa-effetto.

L'esame e la programmazione si fondano su una logica strategica top-down, con cui si definiscono gli indicatori, rispettando una serie di fasi.

Il primo passo consiste nell'identificare la strategia tramite la definizione degli obiettivi per ciascuna area di business coinvolta.

In seguito, si stabilisce il piano delle azioni da compiere. I manager aziendali sviluppano la strategia rispettando un legame di causa-effetto; definiscono le performance finanziarie, determinando le misure di successo o di insuccesso, e l'attività nel rispetto dell'ottica del cliente, necessaria per raggiungere gli output finanziari.

La terza fase comporta la dichiarazione degli indicatori. Il quadro che riassume l'attività strategica rende disponibili le fonti per la determinazione degli indicatori che rappresentano il risultato ultimo della Balanced Scorecard. Questo terzo passo è a sua

volta costituito da una fase iniziale di specificazione degli obiettivi corrispondenti a ciascuna azione e da una fase successiva in cui si assegnano ad ogni obiettivo due indicatori:

- il lag indicator che calcola l'output raggiunto;
- il lead indicator che stima il grado della performance.

Infine, l'ultima fase riguarda l'esame delle caratteristiche[51].

[51] Cavalli Simone, "Il sistema di misurazione delle prestazioni aziendali", Università degli Studi di Bergamo, Febbraio 2008

Conclusioni

La misurazione e la gestione delle performance aziendali sono state sottoposte a un elevato grado di attenzione negli ultimi anni, sulla scia della ristrutturazione avvenuta nel 1980. Ma gli anni Novanta sono stati un decennio di ristrutturazione interna delle società.

Sotto la pressione di crescenti aspettative del mercato, le aziende devono affrontare richieste senza precedenti, una crescita redditizia a lungo termine. Nella maggior parte delle industrie la capitalizzazione di mercato è in gran parte fondata sulla crescita del reddito, al di là del valore attuale di tutte le operazioni in corso. In questo ambiente, il valore degli investimenti immateriali, quali ad esempio marchi, processi, brevetti e capitale intellettuale, sono diventati gli investimenti più strategici che un'impresa può contemplare. La politica finanziaria deve essere aggiornata e inquadrata in questo nuovo contesto, quindi deve essere una politica finanziaria coerente e favorevole ai bisogni di crescita della strategia di business e alle aspettative del mercato.

Per stare al passo con questi cambiamenti si è sviluppato un nuovo modello di gestione aziendale: il Value Based Management, secondo cui l'azienda viene gestita con lo scopo ultimo della creazione di valore.

Le imprese devono affrontare diversi mercati: quello dei beni e servizi offerti, quello della concorrenza, il mercato dei capitali e, infine, il mercato del management e dei dipendenti. Il value based management aiuta l'azienda a sopravvivere in ciascuno dei mercati sopra descritti.

Inoltre, la sua applicazione all'interno dell'organizzazione aziendale consente di aumentare il grado di trasparenza e di comunicazione interna, allinea gli interessi della direzione con quelli degli stakeholder in generale e degli azionisti in particolare, e aiuta

a gestire al meglio l'incertezza derivante dai mercati e, di conseguenza, le decisioni da prendere.

Va però considerato che l'attuazione del value based management in azienda è un processo che richiede tempo e risorse. Inoltre, è necessario l'uso di nuovi strumenti di misurazione che, seppure siano molto potenti, hanno un costo rilevante e per questo vengono utilizzate misure non eccessivamente complesse.

Le misure finanziarie, gli strumenti e i sistemi di gestione delle aziende hanno la necessità di mantenere il passo con l'attuale contesto imprenditoriale, sempre più complesso e in rapida evoluzione. La crescita e la flessibilità sono diventate degli utili strumenti, necessari per gestire e sfruttare il valore di incertezza e volatilità. La chiave per il loro uso efficace sarà la misura in cui esse saranno applicate in modo semplice e verranno comunicate.

Inoltre, i dirigenti devono andare oltre i guadagni semplicistici e le prospettive basate sul margine di valutazione, sulla misurazione della performance e sul pensiero strategico in questa nuova economia per incorporare i concetti di utilizzo del capitale e di capitale intangibile.

Infine, concentrarsi sullo sviluppo della crescita futura del valore può aiutare nel collegamento necessario tra la valutazione, la misurazione delle prestazioni e il pensiero strategico.

Bibliografia

- Alvino F., “Il valore nella misurazione della performance aziendale”
- Ameels A., Bruggeman W., Scheipers G., “Value Based Managemnet: an integrated approach to value creation a literature review”, Vlerick Leuven Gent Management School
- Armesh Hamed, Dr. Habibollah Salarzehi, Dr.Baqer Kord, “Management Control System”, INTERDISCIPLINARY JOURNAL OF CONTEMPORARY RESEARCH IN BUSINESS, OCTOBER 2010, VOL 2, NO 6
- BRUNETTI G., "IL CONTROLLO DI GESTIONE IN CONDIZIONI AMBIENTALI PERTURBATE"
- BRYTTING TOMAS & TROLLESTAD CLAES, “Managerial Thinking on Value-Based Management”, International Journal of Value-Based Management 13: 55–77, 2000
- Carenys J., “Management Control Systems: A Historical Perspective”, International Journal of Economy, Management and Social Sciences, Vol 1, No 1, December 2012, pp. 1-18
- Cavalli Simone, “Il sistema di misurazione delle prestazioni aziendali”, Università degli Studi di Bergamo, Febbraio 2008
- Chartered Institute of Management Accountants, “Maximising Shareholder Value - Achieving clarity in decision-making - Technical Report”
- Claes Paul C. M., “MANAGEMENT CONTROL AND VALUE-BASED MANAGEMENT: COMPATIBLE OR NOT?”, Managerial and Financial Accounting, Volume 16, 269–301
- Claes Paul C. M., “Value Based Management Control System: an analysis of design and use”
- Damodaran Aswath , “Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”, 3° edizione Wiley

- Facchini Pier Francesco, Grasselli Alfredo, "La gestione del valore. Principi teorici e strumenti per la pianificazione e il controllo", Il Sole 24 ORE S.p.A., Milano 2001
- Formentini Isabella, “Processi aziendali e creazione del valore”, LogiMasterNews n. 2 - Giugno 2003
- Freeman R.E., McVea J., “A stakeholder approach to strategic management”, The Darden School, University of Virginia, Working Paper No 01-02
- GEOX S.p.A., PROGETTO DI BILANCIO D’ESERCIZIO AL 31 DICEMBRE 2013
- Istituto di Ricerca dei Dottori commercialisti e degli Esperti Contabili, “Il controllo di gestione e la contabilità dei costi nelle pmi”, documento n.12, Marzo 2012
- Ittner Christopher D., Larcker David F., “Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective”, Journal of Accounting and Economics, 32 (2001)
- Krol Florian, “Value Based Management in Small and Medium Enterprises - Analysis of internal and external impulses and possibilities of implementation”, Arbeitspapier Nr. 9-1, Maggio 2007
- L.E.K. Consulting Executive Insights, “Identifying and Managing Key Value Drivers”, volume I, issue 1
- MASERA RAINER S. e MAZZONI GIANCARLO, “Creazione di valore per gli shareholders e gli stakeholder: una fondazione analitica dei principali indicatori di valore”, 2007
- Moisello Anna M., “ABC & EVA: un’integrazione possibile. La valutazione del costo di prodotto nell’ottica della creazione di valore”, Università di Pavia
- Musso R., “Analisi di bilancio”, 2003
- Ottosson Erik & Weissenrieder Fredrik, “CVA Cash Value Added - a new method for measuring financial performance”, Study No 1996:1
- Pellicelli Michela, “Value based management. Approccio manageriale al tramonto?”, Pavia University Press, 2003

- Peterson Christer, “Managing for increased market value. A case study of a new management philosophy”, ASAC Conference, Toronto (Canada), 2005
- Phedro Consulting, “Il processo di controllo direzionale”, Luglio 2006
- Phedro Consulting, “L’implementazione di un sistema di controllo di gestione”, Settembre 2006
- Phedro Consulting, “Sistemi amministrativi per il controllo di gestione”, Novembre 2006
- Phedro Consulting, “Previsione, Pianificazione, Programmazione e Controllo”, Marzo 2007
- Phedro Consulting, “Previsione, Pianificazione, Programmazione e Controllo. Tipi di responsabilità economica individuale”, Aprile 2007
- Phedro Consulting, “La struttura tecnico contabile del controllo e il budget come componente della contabilità direzionale”, Maggio 2007
- Pienta Darlene A. and O'Neil Robert F., “Value-Based Management: Can It Be Quantified?”, Int. J. Value Based Management Vol. 2, No. 1, 1989 pp.93-102
- Rappaport A., “Linking competitive strategy and shareholder value analysis”, The Journal of Business Strategy, Spring 1987
- Rappaport A., “Ten ways to create shareholder value”, Harvard Business Review, Settembre 2006
- Risk Italia, “Idee di capitale economico”, Inverno 2007
- Rogerson William P., “Intertemporal Cost Allocation and Managerial Investment Incentives: A Theory Explaining the Use of Economic Value Added as a Performance Measure”, Journal of Political Economy, Vol. 105, No. 4 (August 1997), pp. 770-795
- Stern Stewart & Co., “EVA & Strategy”, Aprile 2000
- Tokusaki Susumu, “Strategic management system design in VBM context: findings from value-based literature review and implications for the divisional performance measurement and control”
- TROJANO LUIGI, “La Contabilità gestionale”, dispensa n.19
- Vareschi & Partners, “Value Based Management”

- Weissenrieder Fredrik, “VALUE BASED MANAGEMENT: Economic Value Added or Cash Value Added?”, Study No 1997:3

Sitografia

- Activity Based Costing, http://it.wikipedia.org/wiki/Activity_Based_Costing
- Capitale economico, http://www.inftub.com/geografia/ragioneria/CAPITALE-ECONOMICO-ANALISI-DI-55124.php
- Cash flow return on investment, http://www.readyratios.com/reference/cashflow/cfroi.html
- Controllo di gestione, http://it.wikipedia.org/wiki/Controllo_di_gestione
- Controllo di gestione, http://www.italsystems.it/controllo_gestione.shtml
- Determinazione del Cash Flow operativo, http://it.wikipedia.org/wiki/Analisi_di_bilancio#Determinazione_del_Cash_Flow_Operativo
- Discounted Cash Flow, http://it.wikipedia.org/wiki/Discounted_cash_flow
- Economic Value Added, http://it.wikipedia.org/wiki/Economic_Value_Added
- Flusso di cassa, http://it.wikipedia.org/wiki/Flusso_di_cassa
- “Il metodo di valutazione DCF: l’attualizzazione dei flussi di cassa”, http://www.apogeonline.com/2002/libri/88-7303-864-6/ebook/pdf/864_capitoloSecondo.pdf
- “IL MODELLO EVA: ECONOMIC VALUE ADDED”, http://www.fargroup.eu/webfm_send/176
- “La Balanced scorecard: uno strumento di controllo strategico”, http://www.teocollector.com/scorecard.htm

- Metodo del Discounted Cash Flow, http://www.valutazioneazienda.it/1/metodo_del_discounted_cash_flow_6546720.html
- Pianificazione aziendale, http://it.wikipedia.org/wiki/Pianificazione_aziendale
- Piccola e media impresa, http://it.wikipedia.org/wiki/Piccola_e_media_impresa
- Value Based Management, http://www.valuebasedmanagement.net/
- VALUE-BASED MANAGEMENT: A System for Transforming the Corporate Culture, http://cog.kent.edu/lib/cesj1.htm

Ringraziamenti

Desidero ricordare tutti coloro che mi hanno aiutato nella stesura della tesi con suggerimenti, critiche ed osservazioni e, più in generale, mi sono stati affianco in questi anni di università: a loro va la mia gratitudine.

Ringrazio anzitutto il mio relatore, il professor Mantovani, che mi ha dato la possibilità di approfondire l'argomento trattato in tesi, dimostrandosi sempre disponibile con indicazioni e suggerimenti per giungere al lavoro oggi presentato.

Inoltre un enorme Grazie va ai miei genitori, per avermi sempre incoraggiata e lasciata libera di prendere le mie decisioni. Grazie mamma e papà per tutto quello che avete sempre fatto per me, e non vi preoccupate: finalmente è finita!!!

In particolare, grazie papà per avermi permesso di intraprendere questo percorso e per avermi sempre saputo consigliare; grazie mamma per aver sopportato le mie "lezioni" in vista di ogni esame.

Grazie a Andrea, mio fratello, che ha sempre creduto in me e ha saputo aiutarmi a sdrammatizzare qualche momento di difficoltà con la sua allegria.

Grazie alle amiche di una vita, Laura e Vanessa. Le nostre strade scolastiche si sono divise da tempo, ma la nostra amicizia ha continuato a resistere nonostante la distanza e, anche se le occasioni di vedersi sono sempre meno, ogni volta si ricrea quel legame che ci ha unite fin da piccole.

Un Grazie speciale a Emanuele che ha sempre tifato per me e ha reso questi mesi di duro lavoro più spensierati.