

2

Gli studi sul valore aziendale

I modelli per la misurazione e il governo del valore aziendale I modelli unidimensionali, i modelli multidimensionali

[Tratto da: E.Comuzzi, Valore, complessità, imprese, Giappichelli, Torino]

2.1 Obiettivo

“La misurazione e il governo del valore aziendale” è un tema che richiede la messa a punto di un modello che consenta in maniera sufficientemente affidabile la misurazione del valore aziendale e dei fattori generatori che ne sono alla base. Precisati i concetti fondamentali intorno al valore diventa a questo punto importante fornire un quadro sulle principali proposte che la dottrina e la prassi hanno prodotto nel tempo in tema di misurazione e di governo del valore aziendale. Si tratta di un tema che ha assunto nel passato e assume tuttora un importante rilievo.

Alla luce di queste considerazioni, l’obiettivo specifico del capitolo è di:

- fornire un quadro sufficientemente ampio dei principali approcci prodotti dalla dottrina e dalla pratica sul tema della misurazione e del governo del valore aziendale, prestando attenzione ai diversi filoni di studio che nel tempo si sono stratificati alla luce degli impulsi che di volta in volta hanno portato a favorire specifici obiettivi, determinate metodologie, particolari modelli;
- approfondire alcuni dei molteplici contributi che si sono sviluppati nell’ultimo cinquantennio intorno al tema del valore, approfondendo in modo particolare gli approcci noti come “modelli monodimensionali” o “modelli unidimensionali”;
- esaminare alcune delle numerose costruzioni che si sono sviluppate soprattutto nell’ultimo ventennio intorno al tema del valore, approfondendo in modo particolare le proposte note come “modelli multidimensionali” o “modelli pluridimensionali”.

2.2 Gli studi sul valore aziendale. I principali approcci intorno al valore. Il quadro generale

Il valore – con le sue problematiche di misurazione, di controllo e di governo – costituisce da sempre uno dei temi più interessanti e stimolanti dell'economia e acquista un peso specifico particolare nell'ambito delle discipline aziendali quando viene affiancato a quello di capitale economico. Il dibattito sull'argomento si è rivelato nel tempo intenso anche se caratterizzato dall'alternanza di periodi di grande vivacità a periodi di minore interesse, come dimostrano le molteplici proposte della dottrina e della prassi che sul tema si sono stratificate nel tempo. È tuttavia un dibattito ancora oggi decisamente vivo, che suscita un interesse inalterato e per molti aspetti rinnovato e crescente.

Il tema del valore ha radici storiche molto lontane ma è soprattutto nell'ultimo trentennio che esso riceve nuovi stimoli con l'"affermarsi dei Value Based Management Systems", con la "consapevolezza della necessità di andare oltre la determinazione di una semplice e banale misura di sintesi del successo o insuccesso aziendale", con l'"esigenza di affermare il tema anche su territori diversi da quelli finora perlustrati come la determinazione del valore nell'ipotesi di acquisto e di vendita di aziende per accogliere nuove sfide come quelle riguardanti l'uso del valore per il controllo e il governo delle aziende", con la "constatazione che il valore entra sempre più nel quotidiano, pervadendo ogni istante della gestione aziendale e ogni soggetto in essa coinvolto".

Una lettura in chiave storica delle principali proposte fa emergere alcune importanti sottolineature. Esse portano ad evidenziare l'esistenza di alcuni periodi particolarmente significativi intorno al tema del valore. Per una sintesi dei principali contributi sul tema si veda il riquadro 2.1.

Riquadro 2.1 – Gli studi sul valore. L'evoluzione degli studi sul valore, i modelli unidimensionali e i modelli multidimensionali. Alcune letture.

L'analisi storica degli studi sul valore evidenzia l'esistenza di alcuni periodi particolarmente fecondi e significativi: 1. il periodo che va dagli inizi del Novecento agli anni Cinquanta nel quale si affermano i primi studi intorno al valore economico; 2. il periodo che a partire dagli anni Cinquanta si caratterizza per l'affermazione della moderna teoria finanziaria; 3. Il periodo che a partire degli anni Settanta vede l'integrazione degli approcci della moderna teoria finanziaria con le discipline manageriali. Nei diversi periodi si assiste allo sviluppo di numerosi studi e numerose proposte nelle quali di volta in volta prevalgono finalità, costruzioni, metodi, tecnicismi diversi.

Per quanto concerne i lavori sui modelli unidimensionali si segnalano: Tobin [1951]; Solomons [1973]; Anthony [1973]; Viel, Brecht, Renard [1973]; Rappaport [1987]; Guatri [1991, 1993]; Stewart [1991]; McTaggart, Kontes, Mankins [1994]; Madden [1996]; Ottosson, Weissenrieder [1996]; Bacidore, Boquist, Thakor, Milbourn [1997]; Donna [1999]; Luthy, Stewart [1997].

Per quanto riguarda invece i lavori sui modelli multidimensionali tra tutti si indicano: Copeland, Koller, Murrin [1990]; Lynch, Cross [1991]; Kaplan, Norton [1992, 1993, 1996]; Boeri, Giaroli [1992]; Olivotto [1995, 1997, 2000]; Copeland, Koller, Murrin [1994], Stewart, Copeland, Koller, Murrin [1994]; Buttignon [1996]; Edvinsson, Malone [1997, 2001]; Haanes, Lowendhal [1997]; Sveiby [1997]; Wright, Keegan [1997]; Black, Wright, Bochman [1998]; Andersen, McLean [1999], D'Egidio [1999, 2001, 2003]; Donna [1999, 2002, 2003]; Lev [1999, 2000]; Guatri, Sicca [2000]; Buttignon [2001], Damodaran [2001, 2005]; Massari, Zanetti [2004].

I primi studi intorno al valore economico. Il valore economico prima degli sviluppi della moderna teoria finanziaria.

I primi studi sul valore possono essere collocati tra gli inizi del Novecento e i primi anni Cinquanta. Il valore economico d'impresa e il suo utilizzo diventano temi centrali per l'economia aziendale sulla spinta di due ordini fondamentali di interessi: fornire risposte al problema della determinazione del valore di scambio e affinare la misurazione del reddito e del capitale.

In questo periodo si assiste ad una vera e propria proliferazione di impostazioni, tutte caratterizzate dall'utilizzo e dall'intreccio dei principi propri dell'Economia Politica con gli approcci della Ragioneria. Da un lato, si affermano i cosiddetti modelli patrimoniali – modelli patrimoniali semplici e complessi – che propongono di determinare il valore economico d'impresa attraverso l'analisi delle attività e passività aziendali. Dall'altro, si aggiungono ben presto i contributi fondati sulla determinazione del valore economico attraverso l'attualizzazione dei flussi di risultato prospettici. Tra questi assumono un ruolo particolare nel contesto anglosassone i modelli fondati sull'attualizzazione dei flussi di risultato di tipo finanziario e monetario – le cosiddette modellizzazioni Discounted Cash Flow – che propongono di misurare il valore di un'impresa attraverso appunto l'attualizzazione dei flussi finanziari prospettici. Quasi contemporaneamente in Italia e in Germania trovano ampio sviluppo i modelli reddituali – gli approcci tesi a considerare l'azienda in funzione dei risultati reddituali attesi in futuro – e in subordine i modelli misti.

Gli studi della moderna teoria finanziaria. Il valore economico come perno della moderna teoria finanziaria.

Una prima importante accelerazione intorno al tema del valore si ha negli anni Cinquanta attraverso lo sviluppo della moderna teoria finanziaria. Il valore economico d'impresa diventa lo strumento per il Finance nella valutazione della correttezza delle scelte. Anche in questo periodo si assiste ad una vera e propria proliferazione di impostazioni, con apporti marcati della micro-economia e delle discipline di matrice quantitativa. Si tratta di impostazioni che comunque interpretano il valore economico come attualizzazione di flussi monetari disponibili in base al costo del capitale.

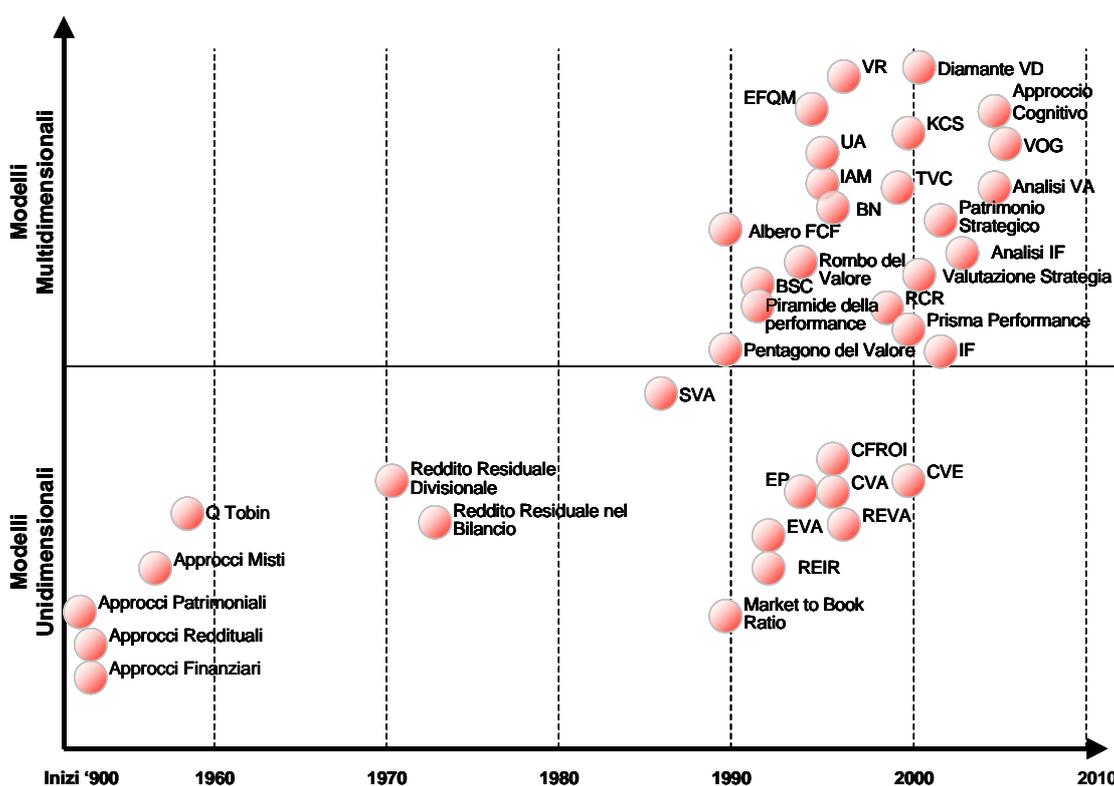
Gli studi centrati sui “Value Based Management Systems”. Il valore economico come perno di una prospettiva integrata di misurazione e di gestione.

Una seconda importante accelerazione sul tema si ha a partire dagli anni Settanta attraverso l'integrazione della moderna teoria finanziaria con le discipline manageriali. Accanto ai filoni d'indagine consolidatisi negli anni Cinquanta se ne aggiungono altri, il cui obiettivo non è di smontare le proposte tipiche della Finanza ma di integrarle con altre dimensioni d'analisi. Il valore economico d'impresa e il suo utilizzo diventano così

strumenti fondamentali per affrontare due ulteriori ordini di problematiche che si aggiungono a quelli ricordati sopra: implementare i sistemi direzionali attraverso l'uso sempre più massiccio del valore e approfondire il ruolo delle leve gestionali e dei fattori critici sulla generazioni di risultati economici.

Per una sintesi dei principali contributi si veda la figura 2.1.

Figura 2.1 – I modelli unidimensionali e multidimensionali. Un'analisi complessiva.



Lo sviluppo di questo ulteriore periodo si ha a partire dalla constatazione delle limitazioni attribuibili ai modelli finora proposti nella prospettiva della misurazione e del governo del valore.

In risposta a queste criticità si sviluppano negli anni Settanta gli studi di Solomons ed Anthony sul Reddito Residuale Divisionale e sul Reddito Residuale. Indipendentemente dalle specifiche peculiarità, le proposte si caratterizzano per il tentativo di offrire uno schema concettuale in grado di aiutare il management nel governo del valore aziendale. Studi successivi volti ad affinare i lavori di Solomons ed Anthony si hanno soprattutto a cavallo tra la metà degli anni Ottanta e la fine degli anni Novanta. Si sviluppano molte-

plici approcci, finalizzati alla costruzione di modelli in grado di orientare l'azione del management aziendale per la creazione di valore economico, integrando o rettificando le misure contabili. Trovano così origine nel panorama anglosassone modelli come lo Shareholder Value Added (SVA), l'Economic Profit (EP), l'Economic Value Added (EVA), il Redefined Economic Value Added (REVA), il Cash Flow Value Added (CVA), il modello fondato sul Cash Flow ROI (CFROI), a cui si contrappongono nel contesto italiano modelli come quello centrato sul Risultato Economico Integrato (REI), sul Risultato Economico Integrato Residuale (REIR), sulla Creazione di Valore Economico (CVE). Sebbene caratterizzati da notevoli specificità, questi approcci presentano l'obiettivo comune di misurare il valore creato o distrutto dall'impresa in uno specifico arco temporale.

L'esigenza di trovare risposte sempre più mirate ai problemi di governo aziendale e la crescita della complessità a livello aziendale e ambientale spingono gli studiosi ad approfondire i legami tra la performance aziendale e le sue determinanti. A partire dalla fine degli anni Ottanta si assiste così alla messa a punto dei primi modelli multidimensionali, alla graduale sostituzione degli approcci unidimensionali, all'integrazione dei primi con i secondi. Il comune denominatore dei modelli multidimensionali è rappresentato dall'identificazione di un insieme di driver del valore aziendale e dallo sviluppo di una visione d'insieme. Si tratta di modelli che individuano tra le determinanti del successo competitivo sia variabili esogene, sia variabili endogene all'impresa. Trovano così origine a livello internazionale numerosi modelli come la Balanced Scorecard (BSC), la Piramide della Performance (PP), il Pentagono del Valore (PV), l'Albero del Free Cash Flow (AFCF), l'Intangible Asset Monitor (IAM), il Total Value Creation (TVC), il Business navigator (BN), il Value Scheme (VS), il Knowledge Capital Scoreboard (KCS), mentre nel panorama italiano si affermano modelli come il Rombo del Valore (Rombo), il Patrimonio Strategico (PS), il Diamante della Vision Deployment (DVD), molte impostazioni centrate sul ruolo delle competenze e della conoscenza.

2.3 Gli studi sul valore aziendale. I principali approcci intorno al valore. I modelli unidimensionali

I modelli unidimensionali – costruzioni fondate sulla messa a fuoco di una sola dimensione di analisi, esclusivamente o prevalentemente centrata su risultati economico-finanziari – vengono introdotti agli inizi del Novecento e trovano ampia diffusione durante tutto il secolo con elaborazioni più o meno articolate.

Si tratta di approcci che, prescindendo dallo specifico motivo per cui vengono proposti, presentano l'obiettivo comune della determinazione del valore dell'azienda relativamente ad un determinato momento di vita o della determinazione del valore creato, conservato o distrutto relativamente ad un determinato periodo.

Nelle pagine seguenti vengono sintetizzati i caratteri dei modelli più diffusi e più suggestivi a livello di dottrina e di prassi. Per una sintesi delle proposte si veda la tabella 2.1.

Tabella 2.1 – I modelli unidimensionali per la misurazione del valore. Un quadro di riferimento complessivo.

Modello	Autore	Anno
Il modello basato sulla Valutazione dei Beni Patrimoniali	Autori vari	Primi Novecento
Il modello basato sul Criterio Misto di Valutazione delle Aziende	Vari, portato all'attenzione della letteratura con un contributo di Viel, Bredt, Renard	1973
Il modello basato sulla Q di Tobin	Tobin	1951
Il modello basato sul Market to Book Ratio	Luthy, Stewart	1997
I modelli basati sul Free Cash Flow From Operations (FCFO)	Autori vari	Primi anni Cinquanta
I modelli basati sul Free Cash Flow to Equity (FCFE)	Autori vari	Primi anni Cinquanta
Il modello basato sui Flussi Redditali	Autori vari	Primi anni Cinquanta
Il modello basato sullo Shareholder Value Added	Rappaport	1986
Il modello basato sul Cash Value Added	Ottosson, Weissenrieder	1996
Il modello basato sul Cash Flow Roi	Madden	1996
Il modello basato sul Reddito Residuale Divisionale	Solomons	1971
Il modello basato sul Reddito Residuale nel Bilancio di Esercizio	Anthony	1973
Il modello basato sul Risultato Economico Integrato Residuale	Guatri	1991
Il modello basato sull'Economic Value Added	Stewart	1991
Il modello basato sull'Economic Profit	Autori vari	1994
Il modello basato sul Redefined Economic Value Added	Bacidore, Boquist, Milbour, Thakor	1997
Il Modello Basato Sulla Creazione Di Valore di Esercizio e Totale	Donna	1999
Le costruzioni fondate sui Multipli di Borsa	Autori vari	Sviluppi nell'intero Novecento
Le costruzioni fondate sulle Transazioni Comparabili	Autori vari	Sviluppi nell'intero Novecento

Gli approcci centrati sul valore economico come sintesi di uno stock di beni.

Il modello basato sulla “valutazione dei beni patrimoniali” (metodo patrimoniale)

Proposti dalla letteratura agli inizi del Novecento i modelli di valutazione basati sul Metodo Patrimoniale si pongono l'obiettivo di determinare il valore economico dell'impresa valutando analiticamente i singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale. Fortemente criticati essi appaiono accettabili “solo quando il

valore dei ben patrimoniali non vari notevolmente col variare della presunta capacità di reddito dell'azienda" [Onida, 1952, p.176].

Le variabili essenziali utilizzate per la determinazione del valore aziendale sono date dal valore di mercato dei singoli elementi che compongono il capitale aziendale.

Parte della letteratura sottolinea come sebbene i metodi patrimoniali costituiscano solo in particolari circostanze forme compiute di valutazione, essi possono costituire uno strumento "utile per le stime finali del capitale economico" [Guatri, 1998, p.213].

Variabile	Descrizione
Autori	Vari
Obiettivo	Determinare il valore economico dell'impresa
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Sommatoria a valori correnti di mercato delle componenti dell'attivo e del passivo
Sistema di misure delle determinanti di primo livello	Valore corrente delle componenti dell'attivo e del passivo

Il modello basato sul "Criterio Misto di Valutazione delle Aziende"

Proposto da vari autori ma analizzato dettagliatamente per la prima volta nel corso di un congresso organizzato negli anni Cinquanta dall'Union Européenne des Experts Comptables Economiques et Financiers (U.E.C.), e portato all'attenzione della letteratura con un contributo di J.Viel, O.Bredt, M.Renard [Viel, Bredt, Renard, 1973], il Criterio Misto di Valutazione delle Aziende si pone l'obiettivo di giungere alla determinazione del valore del capitale economico d'impresa. Nello specifico il valore d'azienda viene determinato come somma del capitale netto rettificato e del valore dell'avviamento, quantificato come valore attuale di una rendita costituita dalla differenza tra il reddito medio normale atteso per il futuro e il reddito medio conseguibile nello specifico settore. In particolare pertanto le variabili considerate da questo approccio sono:

- il valore del patrimonio netto di impresa espresso a valori correnti;
- il valore dell'avviamento (positivo, goodwill o negativo, badwill) attribuibile al patrimonio in relazione alla capacità dell'impresa di produrre un extra rendimento positivo o negativo rispetto a un rendimento considerato normale per lo specifico business.

La somma di questi due valori ha un limite inferiore (floor) costituito dal patrimonio netto a valore di liquidazione.

Variabile	Descrizione
Autori	Viel, Bredt, Renard
Obiettivo	Determinare il valore aziendale
Determinanti di primo	Patrimonio netto a valori di mercato + avviamento

livello del valore aziendale	
Sistema di misure delle determinanti di primo livello	Patrimonio netto calcolato a valori correnti Avviamento calcolato come somma dei sovraredditi rispetto a un rendimento normale ottenibile nel medesimo business

Il modello basato sulla “Q di Tobin”

Proposto dalla letteratura attraverso una rivisitazione dei contributi di J.Tobin [Tobin, 1951; Tobin, 1955, pp.15-103; Tobin, 1958, pp. 65-86], il modello basato sulla Q di Tobin si pone l’obiettivo di spiegare le determinanti del valore economico delle imprese. In particolare il modello assume che il valore di mercato di un’azienda sia determinato dall’insieme dei suoi assets tangibili e intangibili. Rapportando il valore economico del capitale al costo di sostituzione degli assets tangibili si ottiene il valore della Q. Le variabili determinanti il modello pertanto sono:

- il valore di mercato di un’impresa calcolato come somma del valore del capitale di rischio e del capitale di prestito;
- il valore di sostituzione degli assets tangibili dell’impresa.

Un elevato valore della Q indica che l’azienda nel suo insieme vale più della somma dei suoi assets tangibili. Questa differenza per l’autore trova giustificazione nell’insieme di risorse intangibili.

Variabile	Descrizione
Autore	Tobin
Obiettivo	Spiegare le determinanti del valore economico dell’impresa
Determinanti di primo livello del valore aziendale	$\frac{W}{C_i}$ W = Valore di mercato dell’impresa C _i = Valore degli assets tangibili
Sistema di misure delle determinanti di primo livello	Valore di mercato dell’impresa Valore di mercato degli assets tangibili

Il modello basato sul “Market to Book Ratio”

Proposto da D.H.Luty e T.A.Stewart a metà degli anni Novanta [Luthy, Stewart, 1998], il Market to Book Ratio si pone l’obiettivo di spiegare il valore di mercato di un’impresa individuando il valore del capitale intellettuale dalla stessa detenuta. L’approccio propone di contrapporre al valore di mercato di un’impresa il valore contabile degli assets tangibili valutati a valore di libro. La differenza costituisce il valore attribuibile al capitale intellettuale. Le variabili analizzate dal modello pertanto sono:

- il valore di mercato di un'impresa calcolato come somma del valore del capitale di rischio e del capitale di prestito;
- il valore contabile degli assets posseduti dall'impresa.

Soprattutto Stewart sottolinea tuttavia come i due valori siano influenzati da una varietà di variabili che ne possono alterare il significato. In particolare l'autore riconosce il ruolo:

- dei rumors di mercato. Il valore di mercato dell'impresa viene normalmente fatto coincidere con il valore dei corsi azionari e dei titoli di debito. Le volatilità dei mercati costituisce pertanto un elemento di forte criticità;
- delle politiche di bilancio. Il valore degli assets tangibili può essere falsato da politiche di bilancio.

Per ovviare a queste problematiche gli autori consigliano di analizzare il rapporto tra i due valori (non la differenza) e confrontare i risultati ottenuti con i dati dei competitors, i valori medi di settore,

Variabile	Descrizione
Autori	Luthy, Stewart
Obiettivo	Spiegare il valore di mercato di un'impresa individuando il valore del capitale intellettuale
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Nelle due formulazioni $W - Ci ; \frac{W}{Ci}$ W = Valore di mercato dell'impresa Ci = Valore degli assets tangibili
Sistema di misure delle determinanti di primo livello	Valore di mercato dell'impresa Valore contabile degli assets tangibili

Gli approcci fondati sul valore economico come risultato di un processo di attualizzazione di flussi di grandezze reddituali o finanziarie.

Il modello basato sul "Free Cash Flow from Operations" (FCFO)

Proposto dalla letteratura attraverso l'adattamento dei primi contributi sulla valutazione degli investimenti basati sul valore attuale netto (VAN) [Fischer, 1930; Williams, 1938; Hirshleifer, 1958, pp. 329-352], il modello ha trovato nel tempo ampia diffusione in letteratura. L'approccio proposto si pone l'obiettivo di determinare il valore economico dell'impresa e assume che esso sia determinato dal valore attuale dei flussi di cassa relativi alla gestione operativa scontati sulla base del costo del capitale. Le variabili essenziali costituenti il modello sono:

- il Free Cash Flow from Operations, determinato come differenza tra le entrate monetarie (cash inflow) e le uscite monetarie (cash outflow) provenienti dalla gestione o-

perativa dell'impresa. I flussi così determinati sono disponibili per remunerare tutti coloro che hanno finanziato l'impresa sotto forma di capitale di rischio o di capitale di prestito. Lo schema di calcolo più noto vede la determinazione del FCFO sottraendo al margine operativo lordo le imposte calcolate sul risultato operativo aziendale, gli investimenti in capitale circolante e gli investimenti in capitale immobilizzato;

- il tasso di attualizzazione stimato pari al costo del capitale, determinato come media ponderata del costo del capitale di prestito e del costo del capitale di rischio. In particolare la letteratura prevalente ha prodotto nel tempo approcci variegati per la stima del costo del capitale e in questo senso appare particolarmente critica la determinazione del costo del capitale di rischio.

Con riferimento al procedimento generale la letteratura ha sviluppato notevole varianti. In particolare:

- analizzando il tasso di attualizzazione alcuni autori sottolineano come i flussi possano essere attualizzati: 1. ad un tasso che inglobi al suo interno sia la rischiosità specifica dell'investimento, sia il costo del tempo (metodo Risk Adjusted Discount Rate, RADR); 2. Ad un duplice tasso in grado in primo luogo di correggere i flussi in relazione al rischio specifico e in secondo luogo in grado di attualizzare i flussi per il tempo (Certainty Equivalent, CEQ);
- analizzando il procedimento di determinazione dei flussi di cassa, alcuni autori sottolineano come: 1. si possa procedere valutando separatamente i benefici fiscali collegati alla deducibilità degli interessi passivi sommandoli al valore unlevered dell'impresa (metodo Adjusted Present Value, APV); 2. si possa procedere diminuendo il costo del capitale di prestito al fine di tenere in debita considerazione la minore onerosità implicita dello stesso determinata dalla deducibilità fiscale degli oneri finanziari (metodo di Redefined Rate, RR).

Indipendentemente dall'approccio utilizzato (in condizioni normali conducono tutti allo stesso risultato), la letteratura prevalente sottolinea come sottraendo al valore dell'impresa così calcolato il valore del capitale di debito si ottiene il valore del capitale di rischio. Le caratteristiche essenziali del modello vengono sintetizzate nella tabella sottostante.

Variabile	Descrizione
Autori	Vari
Obiettivo	Determinare il valore dell'impresa
Determinanti di primo livello del valore aziendale	$\sum \frac{FCFO}{WACC}$ FCFO= Free Cash Flow from Operations Ke = Costo medio ponderato del capitale
Sistema di misure delle	Free Cash Flow from Operations, calcolato sottraendo al margine operativo

determinanti di primo livello	lordo le imposte calcolate sul risultato operativo e gli investimenti in capitale circolante e capitale immobilizzato Tasso di attualizzazione, calcolato come costo medio ponderato del capitale di rischio e del capitale di debito
-------------------------------	--

Il modello basato sul “Free Cash Flow to Equity” (FCFE)

Proposto dalla letteratura attraverso l’adattamento dei primi contributi sulla valutazione degli investimenti basati sul valore attuale netto (VAN) [Fischer, 1930; Williams, 1938; Hirshleifer, 1958, pp. 329-352], l’approccio proposto si pone l’obiettivo di determinare il valore economico del capitale di rischio (Equity). Le variabili essenziali del modello sono:

- il Free Cash Flow to Equity, determinato come differenza tra le entrate monetarie (cash inflow) e le uscite monetarie (cash outflow) provenienti dalla gestione nel suo complesso, e quindi disponibile per remunerare i soli portatori di capitale di rischio. Lo schema di calcolo più noto vede la determinazione del FCFE sottraendo al margine operativo lordo, gli investimenti in capitale circolante immobilizzato, gli interessi passivi e le imposte calcolate sul risultato netto;
- il tasso di attualizzazione stimato pari al costo del solo capitale di rischio. In questo senso valgono le considerazioni sviluppate in precedenza circa la molteplicità di approcci proposti dalla letteratura per stimare tale grandezza.

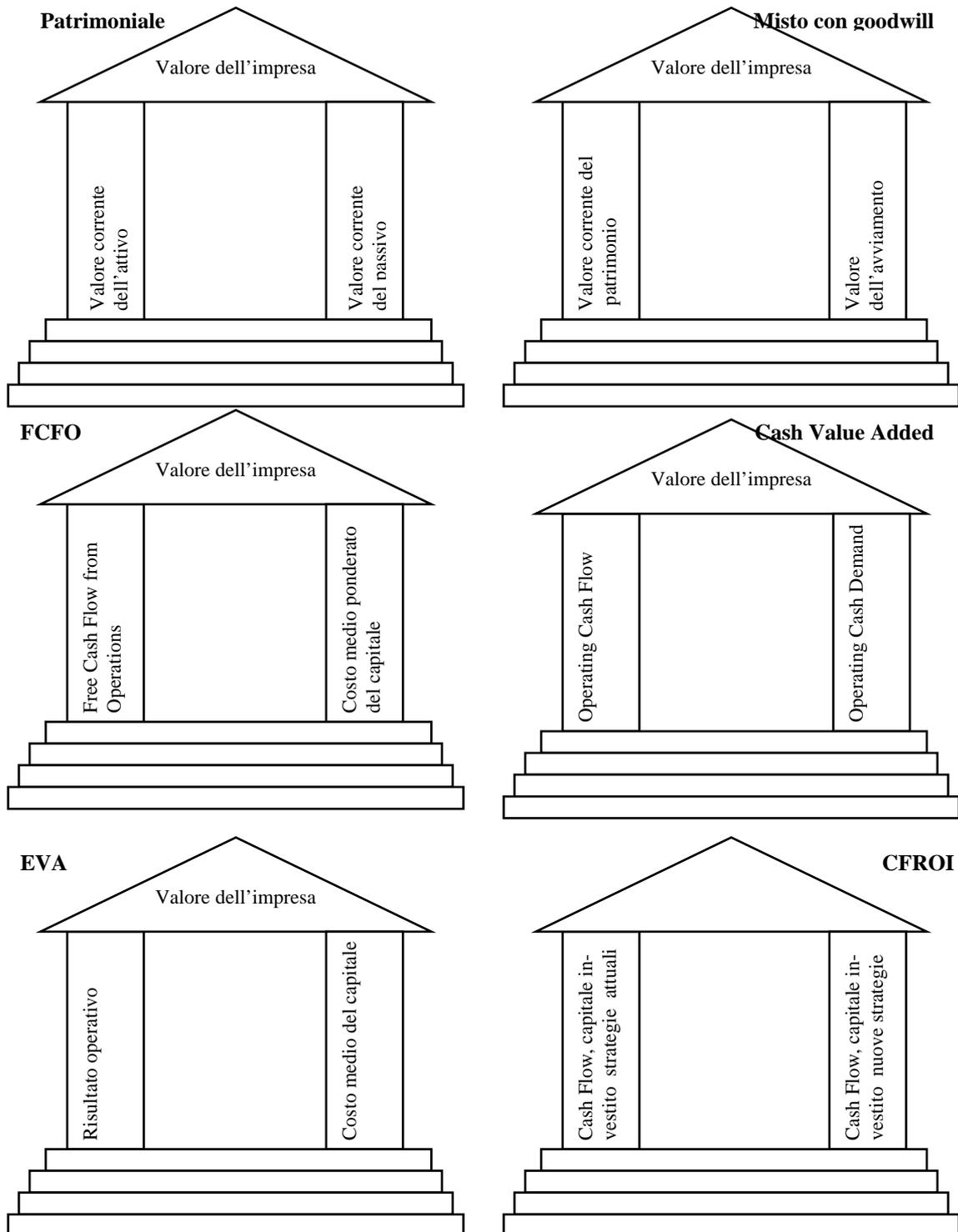
Le caratteristiche essenziali del modello vengono sintetizzate nella tabella sottostante.

Variabile	Descrizione
Autori	Vari
Obiettivo	Determinare il valore del capitale di rischio
Determinanti di primo livello del valore aziendale	$\sum \frac{FCFE}{Ke}$ FCFE= Free Cash Flow to Equity Ke = Costo del capitale di rischio
Sistema di misure delle determinanti di primo livello	Free Cash Flow to Equity calcolato sottraendo al margine operativo lordo gli investimenti in capitale circolante e immobilizzato, gli interessi passivi e gli oneri tributari Costo del capitale di rischio

Il modello basato sull’“Attualizzazione dei Flussi Redditali”

Proposto dalla letteratura italiana agli anni Trenta vede in un fondamentale contributo nell’opera di G.Zappa [Zappa, 1950]. L’autore afferma infatti che “il capitale è un valore unico, risultante dalla capitalizzazione dei redditi futuri ... esso varia in conseguenza del presunto variare dei redditi attesi ed anche varia per il variare del saggio di capitalizzazione”.

Figura 2.2 – I templi del valore. Alcune proposte monodimensionali sul tema del valore aziendale.



Le modellizzazioni basate sull'attualizzazione dei flussi reddituali hanno l'obiettivo di determinare il valore economico dell'impresa in funzione:

- dei flussi reddituali attesi nell'arco temporale di previsione assunto nella valutazione;
- del valore del tasso di attualizzazione espressivo del rendimento-opportunità del capitale.

Questo approccio individua pertanto nella contrapposizione di ricavi e costi di competenza dell'esercizio i driver fondamentali del valore aziendale. La letteratura ha sottolineato come:

- attualizzando i risultati operativi netti al costo medio ponderato del capitale si possa determinare il valore complessivo dell'impresa;
- attualizzando il risultato netto al costo del solo capitale di rischio si possa determinare il valore del solo capitale di rischio.

Variabile	Descrizione
Autore	Vari, appare fondamentale l'opera di G. Zappa
Obiettivo	Determinare il valore creato dalla strategia
Determinanti di primo livello del valore aziendale	$\sum \frac{Re}{i}$ RE= Flussi reddituali I = Costo del capitale
Sistema di misure delle determinanti di primo livello	Modello finalizzato alla determinazione del valore dell'impresa Risultato operativo al netto dell'impatto fiscale Costo medio ponderato del capitale Modello finalizzato alla determinazione del valore del capitale di rischio Risultato netto Costo del capitale di rischio

Il modello basato sullo "Shareholder Value Added" (SVA)

Il modello viene proposto da A.Rappaport a metà degli anni Ottanta [Rappaport, 1986; Rappaport, Mouboussin, 2001]. Esso si pone l'obiettivo di determinare il valore creato dal management attraverso le strategie aziendali. L'autore sottolinea che mentre il valore azionario caratterizza il valore economico assoluto risultante dallo scenario di previsione, la creazione di valore attraverso le strategie riguarda la variazione di tale valore nell'arco del tempo. Nel modello proposto il valore prodotto da una strategia, ovvero la variazione di valore che da essa consegue, viene calcolata come differenza tra il valore azionario prima e dopo la sua applicazione. Le variabili determinanti il modello sono:

- il valore economico iniziale dell'impresa (valore azionario iniziale), calcolato come sommatoria dei FCFO attualizzati al costo medio ponderato del capitale previsto. Esso rappresenta il valore attuale assumendo che non vi siano investimenti addizionali;
- il valore economico finale dell'impresa (valore azionario finale), calcolato come sommatoria dei FCFO attualizzati al costo medio ponderato del capitale previsto.

Esso rappresenta il valore attuale dell'impresa assumendo che si dia corso alle intenzioni strategiche.

Variabile	Descrizione
Autore	Rappaport
Obiettivo	Determinare il valore creato dalla strategia
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Valore finale dell'impresa - Valore iniziale dell'impresa
Sistema di misure delle determinanti di primo livello	Free Cash Flow from Operations calcolato sottraendo al margine operativo lordo le imposte calcolate sul risultato operativo e gli investimenti in capitale circolante e capitale immobilizzato Tasso di attualizzazione, calcolato come costo medio ponderato del capitale di rischio e del capitale di debito

Il modello basato sul "Cash Value Added" (CVA)

L'approccio viene proposto da E.Ottosson e F.Weissenrieder a metà degli anni Novanta [Ottosson, Weissenrieder, 1996; Weissenrieder, 1997; Black, 2004]. Il Cash Value Added è finalizzato all'esplicitazione dei risultati prodotti dalle iniziative di investimento strategico passate e future. Nello specifico gli investimenti vengono classificati in investimenti strategici, destinati a creare nuovo valore per gli azionisti nel futuro e investimenti non strategici, determinati dal semplice rinnovo degli impianti obsoleti nell'ipotesi di mantenimento della configurazione strategico-strutturale attuale. Le variabili rilevanti utilizzate dal modello sono:

- l'operating cash flow (OCF) prodotto nei diversi esercizi, calcolato sottraendo al margine operativo lordo gli investimenti in capitale circolante e gli investimenti in capitale immobilizzato di tipo non strategico
- l'operating cash flow demand (OCFD) riconducibile ai diversi esercizi, calcolato come il flusso di cassa previsionale necessario per far sì che gli investimenti strategici che si intende attuare producano un valore attuale netto pari a 0.

La differenza tra l'operating cash flow e l'operating cash flow demand determina il CVA; mentre il rapporto tra OCF e OCFD determina il CVA Index.

Gli autori sottolineano come sommando i CVA attualizzati dell'impresa sia possibile determinare il valore dell'impresa nel suo complesso. Le considerazioni espresse vengono sintetizzate nella tabella sottostante.

Variabile	Descrizione
Autori	Ottosson, Weissenrieder
Obiettivo	Determinare il valore creato dalla strategia
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Operating cash flow - Operating cash flow demand

dale	
Sistema di misure delle determinanti di primo livello	Operating cash flow calcolato sottraendo al margine operativo lordo gli investimenti in capitale circolante e immobilizzato di tipo non strategico Operating cash flow demand calcolato come il flusso di cassa previsionale necessario per far sì che gli investimenti strategici che si intende attuare producano un valore attuale netto pari a 0

Il modello basato sul “Cash Flow Return On Investment” (CFROI)

Proposto dalla società di consulenza Holt Value Associate’s a metà degli anni Novanta e diffuso a livello dottrinale grazie ai contributi di B.Madden [Madden, 1996; 1998; 1999], il Cash Flow Return On Investment vuole porsi come strumento in grado di aiutare il management nella valutazione delle strategie. In particolare l’approccio, sviluppato originariamente come evoluzione del tasso di redditività del capitale investito prevede di rapportare al capitale investito i flussi di cassa operativi caratteristici. In particolare gli autori del modello propongono di dividere i flussi di ritorno attesi dalle nuove iniziative di investimento da quelle già presenti all’interno dell’impresa. Questo approccio permette di ottenere due CFROI in grado di offrire al management un set di indicatori del livello di efficienza delle strategie adottate. Sviluppi successivi [Obricky, resenders, 2001] propongono inoltre di adottare tale misura in un contesto multiperiodale utilizzando come un tasso interno di rendimento. In questo senso il CFROI sarebbe calcolato come il tasso che consente di avere dei cash flow prospettici in grado di porre il valore attuale netto degli investimenti aziendali pari a 0. Nello specifico le variabili analizzate dal modello sono:

- il cash flow, calcolato come flusso di cassa proveniente dalla gestione caratteristica e determinato nella visione più semplice sottraendo al margine operativo lordo gli investimenti in capitale circolante e capitale immobilizzato e adeguando i valori ottenuti, al fine di normalizzare l’incidenza delle spese in ricerca e sviluppo e le componenti di carattere straordinario;
- il capitale investito netto, calcolato a valori correnti.

La letteratura prevalente sottolinea come confrontando il CFROI al costo medio ponderato del capitale si possa identificare un indicatore della capacità dell’impresa di produrre valore economico.

Le caratteristiche essenziali del modello vengono sintetizzate nella tabella sottostante.

Variabile	Descrizione
Autore	Madden
Obiettivo	Determinare il valore creato dalla strategia
Determinanti di primo livello del valore aziendale	CFROI strategie attuali CFROI nuove strategie
Sistema di misure delle determinanti di primo	Modello uniperiodale Il CFROI viene calcolato come Cash Flow (CF)/Capitale investito netto (CI)

livello	Modello multiperiodale Il CFROI viene calcolato come $\Sigma CF * CFROI^t = CI$ ove CFROI è la variabile dipendente dell'equazione
---------	---

Gli approcci basati sul valore economico e sui risultati differenziali e residuali.

Il modello basato sul “Reddito Residuale Divisionale” (RRD)

È una proposta di D.Solomons e risale agli inizi degli anni Sessanta [Solomons, 1961, pp. 374-383; Solomons, 1973]. Il modello del Reddito Residuale Divisionale si pone l'obiettivo di offrire al management uno strumento in grado di orientarne l'azione offrendo uno strumento per la valutazione della performance delle aziende multidivisionali. Il modello proposto dall'autore parte dalla constatazione che il reddito di divisione è una misura inadeguata per la valutazione della performance delle stesse. Egli infatti sottolinea come analizzando solo questa variabile non sia possibile comparare tra loro business unit che evidenziano diversi livelli di investimento. Allo stesso modo la redditività (ottenuta contrapponendo il reddito di divisione al relativo capitale investito) non consente di analizzare in modo comparato la performance di divisioni che producono redditività differenti ma necessitano di investimenti fortemente divergenti (es. divisione A, redditività 10%, capitale investito 100; divisione B, redditività 15%, capitale investito 80). Solomons propone pertanto una misura che si pone l'obiettivo di:

- tenere in debita considerazione il valore del capitale investito;
- fornire un riferimento minimo per la valutazione del reddito e del capitale investito;
- esprimere in valore assoluto la performance aziendale attraverso l'analisi dell'incremento, oltre il livello minimo stabilito, di disponibilità finanziarie residue prodotte dalle diverse divisioni.

In particolare egli propone una misura di reddito residuale costruita sottraendo al reddito operativo il costo di tutto il capitale investito, indipendentemente dal fatto che sia stato finanziato a titolo di capitale di rischio o di debito. Nello specifico le variabili rilevanti proposte dall'autore sono:

- il reddito operativo al netto delle imposte, normalizzato sia escludendo l'impatto di alcune componenti straordinarie (plusvalenze straordinarie per la cessione di beni, ...), sia adeguando i valori di ammortamento al fine di consentire l'accantonamento dei fondi necessari per il riacquisto delle immobilizzazioni. Più in generale il reddito operativo viene costruito sulla base della controllabilità da parte dei responsabili di divisione delle componenti di costo e di ricavo, escludendo le poste non direttamente controllabili dalle business unit;
- il capitale investito, costruito al fine di evidenziare l'ammontare delle risorse realmente investite nell'impresa. In particolare le attività dovrebbero essere valutate al costo storico, adeguato per tenere conto dell'andamento del valore della moneta. Per

omogeneità con il reddito operativo si debbono considerare gli impieghi e le fonti direttamente controllabili dalle diverse business unit;

- il costo del capitale, calcolato sulla base di un costo opportunità ideale inteso come ricavo al quale si rinuncia scegliendo di impiegare le proprie risorse nell'attività aziendale.

Variabile	Descrizione
Autore	Solomons
Obiettivo	Valutare la performance di divisione
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Reddito rettificato - costo del capitale
Sistema di misure delle determinanti di livello	Reddito operativo divisionale netto normalizzato Capitale investito netto normalizzato Costo del capitale investito normalizzato

Il modello basato sul “Reddito residuale nel bilancio di esercizio” (RR)

Proposto da R.N. Antony a metà degli anni Settanta con successi approfondimenti negli anni Ottanta [Anthony, 1973, pp. 88-102; Anthony, 1988; Anthony, Macri, Pearlman, 2000], il modello del reddito residuale nel bilancio di esercizio si pone l'obiettivo di offrire una rivisitazione della contabilità generale al fine di renderla più vicina agli utilizzi necessari per la direzione d'azienda. Si vuole pertanto unire la contabilità direzionale incorporandola all'interno della contabilità generale. In questo senso l'autore considera l'azienda come un'entità separata dai proprietari della stessa (entity theory) assimilando gli azionisti agli altri apportatori di capitale. Egli propone pertanto di contabilizzare tra i costi del finanziamento la stessa remunerazione attesa dai portatori di capitale di rischio. La registrazione contabile vede l'iscrizione dell'onere tra gli interessi passivi, mentre la contropartita dovrebbe essere una posta ideale del patrimonio netto degli azionisti; distribuendo i dividendi le imprese andrebbero a ridurre tale posta ideale del patrimonio netto. Utilizzando questo approccio egli propone di rivedere il criterio di ammortamento degli assets dell'impresa. In particolare si propone di applicare una distribuzione degli ammortamenti simile alla quota capitale dell'ammortamento a rata costante di un prestito il cui tasso di interesse coincide con il costo del capitale dell'impresa. In questo modo gli ammortamenti sarebbero calcolati a valori crescenti sterilizzando l'effetto dell'inflazione e stabilizzando i redditi residuali prodotti dall'impresa.

Nello specifico le variabili rilevanti proposte dall'autore sono:

- il reddito operativo dell'impresa, calcolato normalizzando il valore degli ammortamenti considerando un criterio a quote crescenti in grado di stabilizzare il reddito residuale finale;
- il costo del capitale, calcolato considerando sia la remunerazione dei portatori di capitale di prestito, sia la remunerazione dei portatori di capitale di rischio.

Variabile	Descrizione
Autore	Anthony
Obiettivo	Avvicinare la contabilità d'impresa alla contabilità direzionale
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Reddito operativo - costo del capitale
Sistema di misure delle determinanti di primo livello	Reddito operativo normalizzato Costo del capitale di prestito Costo del capitale di rischio

Il modello del “Risultato Economico Integrato Residuale” (REIR)

Proposto da L.Guatri all'inizio degli anni Novanta [Guatri, 1991, 1996, 1997, 1998], il modello del Risultato Economico Integrato Residuale vuole offrire una misura di performance aziendale sintomatica della capacità della stessa di creare valore economico. Questo indicatore si determina a partire dai risultati contabili mediante un'elaborazione che consente di ottenere prima il risultato economico integrato (REI) e, successivamente, mediante la detrazione del costo del capitale il risultato economico integrato residuale (REIR).

L'approccio proposto tenta di superare alcuni limiti contabili nella definizione della performance aziendale. In particolare il REI si ottiene sommando al risultato normalizzato le plusvalenze e le minusvalenze contabilmente inesprese su alcune categorie di beni e su poste contabili del passivo e le variazioni di valore nello stock di beni immateriali. Le grandezze rilevanti pertanto sono:

- il reddito normalizzato, calcolato ridistribuendo nel tempo i proventi e gli oneri straordinari, eliminando i proventi estranei alla gestione caratteristica e neutralizzando gli effetti delle politiche di bilancio;
- le integrazioni dei risultati contabili, calcolate evidenziando le plusvalenze generate ma non ancora realizzate formatesi in un certo periodo di tempo e le variazioni di valore dello stock di beni immateriali.

Per passare dal REI al REIR è necessario sottrarre al primo il costo del capitale impiegato. Questo passaggio può avvenire attraverso metodologie differenziate, tuttavia l'autore ritiene preferibile l'impianto concettuale che porta a sottrarre al REI, il costo del capitale calcolato moltiplicando il rendimento richiesto dai portatori di capitale proprio per il capitale netto rettificato, comprensivo delle plusvalenze e minusvalenze ancora da realizzare su beni materiali e sulle poste del passivo e dello stock di beni immateriali.

Variabile	Descrizione
Autore	Guatri
Obiettivo	Offrire una misura di performance aziendale sintomatica della capacità della

	stessa di creare valore
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Risultato economico integrato - costo del capitale
Sistema di misure delle determinanti di primo livello	Risultato netto normalizzato calcolato aggiungendo i costi non caratteristici, sottraendo le politiche di bilancio e integrando i dati per tener conto delle plusvalenze non contabilizzate su immobilizzazioni materiali e immateriali Costo del capitale, calcolato moltiplicando il capitale investito netto rettificato calcolato aggiungendo le rivalutazioni delle immobilizzazioni materiali e immateriali per il costo del capitale di rischio

Il modello basato sul “Economic Value Added” (EVA)

Realizzato all’inizio degli anni Novanta da G.B.Stewart [Stewart, 1991, 1994]; l’Economic Value Add vuole offrire una misura della ricchezza creata dall’impresa sulla base di un approccio asset side fondato cioè sulla capacità dell’impresa di offrire una extra remunerazione all’intero capitale investito. Il metodo ha avuto grande diffusione tra gli operatori del mercato (banche di affari, analisti finanziari, ...) che spesso propongono delle varianti del modello base. L’Economic Value Added viene determinato sottraendo al reddito operativo netto prodotto dall’impresa rapportato al capitale investito il costo medio ponderato del capitale. Tale differenza viene poi moltiplicata per il valore dello stesso capitale investito. Le variabili principali che costituiscono il modello sono:

- il risultato operativo netto rettificato (NOPAT, Net Operatine Profit After Tax), calcolato sottraendo al risultato operativo le imposte effettivamente pagate dall’impresa e rettificando alcune componenti al fine di garantire una corretta valutazione di alcuni assets aziendali quali: scorte, avviamento, fondi spese e fondi rischi, componenti straordinari di reddito;
- il capitale investito netto rettificato, calcolato partendo dai dati contabili e rettificandoli al fine di pervenire a un valore maggiormente espressivo delle risorse realmente investite in azienda. In particolare le rettifiche principali proposte dagli autori analogamente a quanto visto per il risultato operativo riguardano: scorte, avviamento, fondi spese e fondi rischi, componenti straordinari di reddito;
- il costo del capitale, calcolato come media ponderata del costo del capitale di rischio e del costo del capitale di debito.

L’autore sottolinea come sommando gli Economic Value Added attualizzati previsti per il futuro si giunge alla determinazione del Market Value Added che in buona approssimazione può essere considerato il valore di mercato che il management aggiunge o sottrae al capitale investito.

La tabella sottostante riporta una sintesi delle variabili fondamentali del modello.

Variabile	Descrizione
-----------	-------------

Autore	Stewart
Obiettivo	Determinare la capacità dell'impresa di offrire una extra remunerazione all'intero capitale investito
Determinanti di primo livello del valore aziendale	$\sum \left(\frac{NOPAT}{CI} - WACC \right) \times CI$ <p>NOPAT= Risultato operativo netto rettificato WACC= Costo medio ponderato del capitale CI = Capitale investito netto</p>
Sistema di misure delle determinanti di primo livello	<p>Risultato operativo aziendale netto rettificato, calcolato rettificando il risultato operativo al fine di garantire una corretta valutazione di alcuni assets aziendali quali: scorte, avviamento, fondi spese e fondi rischi, componenti straordinari di reddito</p> <p>Costo medio ponderato del capitale, calcolato come media del costo del capitale di debito e del costo del capitale di rischio</p> <p>Capitale investito netto rettificato, calcolato rettificando il risultato operativo al fine di garantire una corretta valutazione di alcuni assets aziendali quali: scorte, avviamento, fondi spese e fondi rischi, componenti straordinari di reddito</p>

Il modello basato sul "Economic Profit" (EP)

Proposto da vari autori ma posto all'attenzione della letteratura in modo particolare da J.McTaggart, P.Kontes, M.Mankins [McTaggart, Kontes, Mankins, 1994], il modello dell'Economic Profit vuole offrire una misura globale della performance nella prospettiva della creazione di valore economico. Questa misura viene calcolata come differenza tra la redditività operativa del capitale investito e il costo opportunità dello stesso. Il valore ottenuto viene moltiplicato per il capitale investito netto. Le variabili essenziali costituenti il modello sono:

- la redditività del capitale investito, calcolata rapportando il reddito operativo al netto delle imposte al capitale investito;
- il capitale investito operativo netto, calcolato come somma del capitale circolante e del capitale immobilizzato;
- il costo medio ponderato del capitale, calcolato come media ponderata del costo del capitale di rischio e del costo del capitale di debito.

Variabile	Descrizione
Autori	McTaggart, Kontes, Mankins
Obiettivo	Offrire una misura globale della performance nella prospettiva della creazione di valore economico
Determinanti di primo livello del valore aziendale	(Redditività operativa aziendale netta - costo percentuale del capitale) * capitale investito netto
Sistema di misure delle determinanti di primo livello	<p>Risultato operativo aziendale netto rettificato</p> <p>Costo percentuale del capitale</p> <p>Capitale investito netto rettificato</p>

Il modello basato sul “Redefined Economic Value Added” (REVA)

Proposto da J.Bacidore, J.Boquist, T.Milbourn, A.Thakor nel 1997 [Bacidore, Boquist, Milbourn, Thakor, 1997; Bacidore, Boquist, Milbourn, Thakor, 1997], il modello del Redefined Economic Value Added è finalizzato ad evidenziare la capacità dell’impresa di remunerare gli azionisti per l’ammontare di risorse finanziare investite nell’azienda. Partendo da questo presupposto gli autori evidenziano come gli approcci basati sull’EVA non consentono una visione puntuale della remunerazione attesa dagli investitori dato che il costo medio ponderato del capitale viene calcolato sul capitale investito netto rettificato. Essi evidenziano in particolare come in realtà questa misura non corrisponda al reale investimento effettuato dagli azionisti, contribuendo pertanto a sottovalutare il costo del capitale. Gli autori propongono pertanto di ridefinire il capitale investito netto rettificato al fine di considerare il valore di mercato del capitale di rischio e di quello di debito in luogo di quello contabile. Nello specifico le variabili analizzate dal modello sono:

- il risultato operativo netto rettificato (NOPAT, Net Operatine Profit After Tax), calcolato analogamente ai modelli EVA sottraendo le imposte effettivamente pagate dall’impresa e rettificando alcune componenti al fine di garantire una corretta valutazione di alcuni assets aziendali quali: scorte, avviamento, fondi spese e fondi rischi, componenti straordinari di reddito;
- il capitale investito a valori di mercato, calcolato sulla base dei dati di mercato del capitale finanziato a titolo di debito e a titolo di capitale di rischio;
- il costo del capitale, calcolato come media ponderata del costo del capitale di rischio e del costo del capitale di debito.

Variabile	Descrizione
Autori	Bacidore, Boquist, Milbour, Thakor
Obiettivo	Evidenziare la capacità dell’impresa di remunerare gli azionisti per l’ammontare di risorse finanziare investite nell’azienda
Determinanti di primo livello del valore aziendale	$\sum \left(\frac{NOPAT}{CI} - WACC \right) \times CI$ NOPAT= Risultato operativo netto rettificato WACC= Costo medio ponderato del capitale CI = Capitale investito netto
Sistema di misure delle determinanti di primo livello	Risultato operativo aziendale netto rettificato calcolato in modo analogo ai modelli EVA Costo percentuale del capitale Costo medio ponderato del capitale Capitale investito netto a valori di mercato

Il modello basato sulla “Creazione di Valore di Esercizio e Totale” (CVE)

Il modello della Creazione di Valore e di Esercizio viene elaborato da G.Donna alla fine degli anni Novanta [Donna, 1999]. Esso intende rappresentare la creazione di valore re-

alizzata in un determinato periodo amministrativo calcolata come differenza tra il risultato di periodo rettificato e il costo medio ponderato del capitale. L'autore sottolinea come il modello proposto non intende misurare la variazione di valore dell'impresa intervenuta in quello stesso esercizio; per apprezzare questa variabile occorrerebbe infatti prevedere le variazioni delle aspettative dei CVE futuri.

Sulla base di queste osservazioni si possono riconoscere le variabili chiave utilizzate dal modello. In particolare:

- il risultato operativo al netto delle imposte teoriche calcolate sul risultato operativo e rettificato per garantire l'adeguamento dei valori di alcuni assets dell'impresa. Le principali rettifiche proposte dall'autore riguardano: l'adeguamento dei valori di ammortamento degli assets materiali e immateriali ai valori di mercato, la capitalizzazione delle spese ad utilità pluriennale non consentita dalla normativa (ricerca di base, ...), l'adeguamento degli ammortamenti per beni in leasing;
- il capitale investito netto rettificato al fine di garantire l'adeguamento dei valori di alcuni assets dell'impresa. Le principali rettifiche proposte dall'autore riguardano: l'adeguamento a valori di mercato degli assets materiali e immateriali; l'adeguamento del valore delle rimanenze, l'adeguamento degli investimenti per beni in leasing;
- il costo medio ponderato del capitale, calcolato a valori di mercato considerando sia il capitale di credito sia il capitale di debito.

Variabile	Descrizione
Autore	Donna
Obiettivo	Rappresentare la creazione di valore realizzata in un certo esercizio
Determinanti di primo livello del valore aziendale	$\sum \left(\frac{RORet}{CI} - WACC \right) \times CI$ RORet= Risultato operativo netto rettificato WACC= Costo medio ponderato del capitale CI = Capitale investito netto
Sistema di misure delle determinanti di primo livello	Risultato operativo aziendale netto rettificato calcolato in modo analogo ai modelli EVA Costo percentuale del capitale Costo medio ponderato del capitale Capitale investito netto rettificato

Gli approcci centrati sul valore economico come risultante dell'applicazione di logiche di tipo comparativo.

Le costruzioni fondate sui “Multipli di Borsa”

Proposto da vari autori il modello basato sui Multipli di Borsa ha l'obiettivo di determinare il valore aziendale o del solo capitale di rischio sulla base dei prezzi di borsa di imprese comparabili. Le valutazioni condotte secondo questo approccio individuano una o più variabili indipendenti che si ritengono fortemente correlate al valore aziendale

(utile netto, vendite, ...). Conoscendo il rapporto valore aziendale fratto variabile indipendente a livello medio di mercato, si può ottenere il valore di qualsiasi impresa semplicemente moltiplicando il dato medio di mercato per il valore assunto dalla variabile indipendente nella specifica impresa. Comparando imprese diverse questa metodologia assume implicitamente che le caratteristiche strutturali e di opportunità di crescita tra le diverse aziende analizzate siano simili. Nello specifico le variabili analizzate dal modello sono:

- le variabili di mercato utilizzate per la comparazione. Si tratta delle variabili ritenute fortemente correlate al valore aziendale e utilizzate per la valutazione. La letteratura ha proposto molti approcci al tema; i multipli più diffusi sono: EV (Enterprise value)/EBIT (Earning before interest and taxes), EV/EBITDA(Earning before interest, taxes, depreciation and ammortization), EV/Sales;
- la variabile indipendente riferita all'impresa. Nello specifico sapendo che ad esempio che il rapporto Enterprise Value/Sales è pari a 5 a livello medio di mercato, basterà conoscere il valore delle vendite dell'impresa per determinarne il valore economico dell'impresa.

Variabile	Descrizione
Autori	Vari
Obiettivo	Determinare il valore economico d'impresa
Determinanti di primo livello del valore aziendale	$\frac{Wm}{Vm} = \frac{Wi}{Vi}$ <p>Wm = Valore medio di mercato delle imprese utilizzate come comparables Vm= Valore medio di mercato della variabile indipendente utilizzata come riferimento Wi = Valore dell'impresa analizzata Vi= Valore della variabile indipendente nell'impresa analizzata Nel modello proposto si suppone di Conoscere Wm, Vm e Vi.</p>
Sistema di misure delle determinanti di primo livello	Valore medio delle imprese operanti nel medesimo mercato Valore medio della variabile indipendente (Vendite, Ebitda, ...) Valore specifico nell'impresa analizzata della variabile indipendente (Vendite, Ebitda, ...)

Le costruzioni fondate sulle “Transazioni Comparabili”

Proposto da vari autori il modello delle Transazioni Comparabili si pone l'obiettivo di determinare il probabile prezzo di mercato dell'impresa. A differenza del modello basato sui multipli di mercato, questo approccio tende ad inglobare al suo interno il premio per l'acquisizione del pacchetto di controllo dell'impresa. Basandosi su transazioni collegate nella maggior parte dei casi alla cessione del pacchetto di controllo questo approccio ingloba inevitabilmente al suo interno il maggior valore che le parti in causa nella transazione comparabile hanno attribuito alla acquisizione della quota di controllo dell'impresa. Le variabili utilizzate dal modello sono:

- le variabili indipendenti utilizzate per la comparazione. Si tratta delle variabili ritenute fortemente correlate al valore aziendale e utilizzate per la valutazione. La letteratura ha proposto molti approcci al tema; i multipli più diffusi sono: EV (Enterprise value)/EBIT (Earning before interest and taxes), EV/EBITDA (Earning before interest, taxes, depreciation and ammortization), EV/Sales;
- la variabile indipendente riferita all'impresa. Nello specifico sapendo che ad esempio che il rapporto Enterprise Value/Sales è pari a 5 a livello medio di mercato, basterà conoscere il valore delle vendite dell'impresa per determinarne il valore economico dell'impresa.

Variabile	Descrizione
Autori	Vari
Obiettivo	Determinare il valore economico d'impresa
Determinanti di primo livello del valore aziendale	$\frac{Wm}{Vm} = \frac{Wi}{Vi}$ <p>Wm = Valore medio dell'impresa ceduta nella transazione comparabile Vm = Valore nella transazione comparabile della variabile indipendente utilizzata come riferimento Wi = Valore dell'impresa analizzata Vi = Valore della variabile indipendente nell'impresa analizzata Nel modello proposto si suppone di Conoscere Wm, Vm e Vi.</p>
Sistema di misure delle determinanti di primo livello	<p>Valore medio dell'impresa ceduta nella transazione comparabile Valore medio della variabile indipendente (Vendite, Ebitda, ...) Valore specifico nell'impresa analizzata della variabile indipendente (Vendite, Ebitda, ...)</p>

2.4 Gli studi sul valore aziendale. I principali approcci intorno al valore. I modelli multidimensionali

I modelli multidimensionali – costruzioni fondate sulla messa a fuoco di molteplici dimensioni di analisi, a partire da quella sui risultati economico-finanziari – nascono verso la fine degli anni Settanta e trovano ampia diffusione nell'ultimo ventennio con elaborazioni più o meno articolate.

Si tratta di approcci che, prescindendo dallo specifico motivo per cui vengono proposti, presentano l'obiettivo di integrare le proposte della moderna teoria finanziaria con quelle provenienti dalle discipline manageriali. Essi sanciscono l'affermazione dei Value Based Management Systems..

Nelle pagine seguenti vengono sintetizzati i caratteri dei modelli più diffusi e più suggestivi a livello di dottrina e di prassi.

Per una sintesi delle proposte si veda la tabella 2.2.

Tabella 2.2 – I modelli multidimensionali per la misurazione del valore. Un quadro di riferimento complessivo.

Modello	Autore	Anno
Il modello del “Pentagono del Valore”	Copeland, Koller, Murrin	1990
Il modello della “Piramide della Performance”	Lynch, Cross	1991
Il modello dell’ “Albero del Free Cash Flow”	Boeri e Giaroli	1992
Il modello della “Balance Scorecard”	Kaplan, Norton	1992, 1993, 1996, 2000, 2004
Il modello del “Rombo del Valore”	Olivotto	1995, 1997, 2000
Il modello del “Technology Broker”	Brooking	1996
Il modello dell’ “Intangibile Assets Monitor”	Sveiby	1997
Il modello del “Quadrilatero delle Competenze”	Cenciarini	1997, 1998
Il modello dello “Strategic Performance Measurement”	Atkinson, Waterhouse, Wells	1997
Il modello dello “Unit of Activity”	Haanes, Lowendhal	1997
Il modello del “Value Scheme” e il “Business Navigator”	Edvinsson, Malone	1997
Il modello del “Value Reporting ®”	Wright, Keegan	1997
Il modello della “European Foundation for Quality Management ®”	EFQM	1998
Il modello “Rischio, Crescita e Rendimenti”	Black, Wright, Bachman	1998
Il modello del “Diamante del Vision Deployment”	D’Egidio	1999, 2001, 2003
Il modello del “Total Value Creation®”	Andersen, Mclean	1999
Il modello del “Giudizio Integrato di Valutazione”	Guatri, Sicca	2000
Il modello del “Knowledge Capital Scoreboard”	Lev	2000, 2001
Il modello dell’ “Intellectual Capital Valuation”	Sullivan	2000
Il modello del “Prisma della Performance”	Neely, Adams, Kennerley	2001, 2002
Il modello di “Valutazione della Strategia nella Net Economy”	Buttignon	2001
Il modello del “Patrimonio Strategico”	Donna	2002, 2003
Il modello dell’ “Approccio Cognitivista alla Valutazione d’Azienda”	Trequattrini	2004
Il modello di “Valutazione Orientato al Governo dell’Azienda”	Bocchino	2004
Il modello dell’ “Investment Flabes”	Damodaran	2005

Il modello del “Pentagono del Valore”

Proposto da T.Copeland, T.Koller, J.Murrin all’inizio degli anni Novanta [Copeland, Koller, Murrin, 1990], il “Pentagono del Valore” si pone l’obiettivo di offrire uno strumento utile per la gestione aziendale. Il modello parte dal presupposto che la possibilità di massimizzare il valore sia fortemente collegata alla capacità di sviluppare valide stra-

tegie di corporate e di business. Il processo di gestione studiato dai tre autori identifica alcune fasi rilevanti suddivise in:

- una fase preparatoria, finalizzata all'identificazione delle opportunità di ristrutturazione e miglioramento della performance aziendale in termini di creazione/distruzione di valore economico;
- una fase attuativa, orientata all'esecuzione di un programma di miglioramento della performance aziendale in termini di valore creato/distrutto;
- una fase di diffusione, il cui obiettivo consiste nel rafforzare la filosofia della gestione del valore, comunicandola all'interno e all'esterno della realtà aziendale.

Sulla base del modello proposto dagli autori si possono riconoscere differenti azioni strategiche volte alla massimizzazione del valore aziendale. In particolare si individuano:

- interventi di miglioramento interno, realizzati attraverso rimesse a punto della dimensione operativa effettuate mantenendo la configurazione strategico strutturale esistente;
- interventi di miglioramento esterno, realizzati attraverso decisioni di cambiamento radicale tali da incidere sulla configurazione strategico strutturale esistente.

Nello specifico, le variabili chiave su cui agire per aumentare la capacità dell'impresa di produrre valore sono:

- le percezioni degli stakeholders esterni all'impresa, che potrebbero sottovalutare i payoff attesi dalle iniziative di business attivate dall'impresa o sopravvalutarne l'effettiva rischiosità. L'azione manageriale in questo senso deve essere orientata alla comunicazione esterna al fine di ridurre eventuali gap percettivi del mercato;
- le opportunità strategiche e operative attualmente in essere all'interno dell'impresa. L'azione manageriale in questo senso deve essere orientata al miglioramento interno al fine di ottimizzare i risultati prodotti dai business attualmente in essere;
- le opportunità di vendita e/o acquisizione di determinate aree strategiche di affari al fine di acquisire maggiori sinergie nel portafoglio di business. L'azione manageriale in questo senso deve essere orientata alla ricerca di eventuali opportunità di miglioramento esterno in chiave operativa attraverso operazioni di merger & acquisition, ...;
- le opportunità di ristrutturazione finanziaria al fine di ridurre il costo medio ponderato del capitale. L'azione manageriale in questo senso deve essere orientata alla ricerca di eventuali opportunità di miglioramento esterno in chiave finanziaria attraverso operazioni di ristrutturazione finanziaria,

Variabile	Descrizione
Autori	Copeland, Koller, Murrin

Obiettivo	Apprezzare le relazioni che intercorrono tra la dotazione di risorse chiave per l'acquisizione di vantaggi competitivi e la creazione di valore economico
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Interventi di miglioramento interno Interventi di miglioramento esterno
Determinanti di secondo livello del valore aziendale	Percezione degli stakeholders Opportunità delle iniziative strategiche e operative Opportunità di vendita e/o acquisizione di determinati business Opportunità di ristrutturazione finanziaria
Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	Misure finanziarie

Il modello della “Piramide della performance”

Proposto da R.Lynch e K.Cross [Lynch, Cross, 1991], il modello della “Piramide della Performance” si propone di garantire un efficace collegamento tra la strategia e le attività. La genesi del modello si sviluppa partendo dall'obiettivo di indirizzare l'azione manageriale verso un comportamento che porti a un continuo miglioramento della soddisfazione del cliente, della flessibilità e della produttività. A fronte di questi obiettivi, gli autori propongono un sistema di misurazione basato su tre premesse fondamentali:

- le attività devono venire collegate agli obiettivi strategici, traducendo gli obiettivi di mercato e quelli finanziari in termini operativi per ciascuno dei sistemi aziendali e poi in misure operative concrete per ciascun reparto o componente di questi sistemi;
- le informazioni economiche e non economiche vanno integrate e filtrate, in modo che i dirigenti operativi possano utilizzarle come catalizzatore del miglioramento di processo;
- le attività aziendali si devono incentrare sulle esigenze del cliente.

Il modello della piramide, muovendosi lungo queste direttrici propone un'articolazione degli obiettivi e delle misure su quattro livelli; per ciascuno di essi vengono individuati obiettivi ad efficacia esterna e obiettivi ad efficacia interna. Le variabili da presidiare per ciascun livello vengono così schematizzate:

- l'azienda, il livello 1. Non vengono individuate misure specifiche da utilizzare, ma l'obiettivo diviene quello di fornire al top management informazioni di sintesi, in grado di guidarlo nella verifica della strategia e della visione d'azienda.
- le unità di business, il livello 2. Le variabili critiche da presidiare sono il posizionamento nel mercato (efficacia esterna) e la performance economico-finanziaria (efficacia interna).
- i processi operativi, il livello 3. Le variabili da presidiare sono la soddisfazione del cliente (efficacia esterna), la produttività (efficacia interna) e la flessibilità (profili di efficacia interna ed esterna). Gli autori suggeriscono l'utilizzo sia di misure globali, che permettono al top management di verificare il raggiungimento degli obiettivi

strategici fissati, sia di misure specifiche, che rappresentano gli indicatori dell'efficacia e dell'efficienza operativa.

- i reparti e i centri di lavorazione, livello 4. Le variabili critiche da presidiare sono date dalla qualità, dalla consegna, dal tempo di ciclo e dagli sprechi. L'obiettivo di qualsiasi reparto o funzione diviene quello di aumentare la qualità e la consegna (misure ad efficacia esterna perché immediatamente percepite dal cliente), riducendo al contempo tempi di ciclo e sprechi (misure ad efficacia interna, non percepite dal cliente, ma cruciali per il successo aziendale).

Variabile	Descrizione
Autori	Lynch, Cross
Obiettivo	Garantire un efficace collegamento tra la strategia e le attività
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Performance economico-finanziaria Posizionamento di mercato
Determinanti di secondo livello del valore aziendale	Soddisfazione del cliente Flessibilità Produttività
Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	Misure finanziarie Misure non finanziarie

Il modello dell'“Albero del Free Cash Flow”

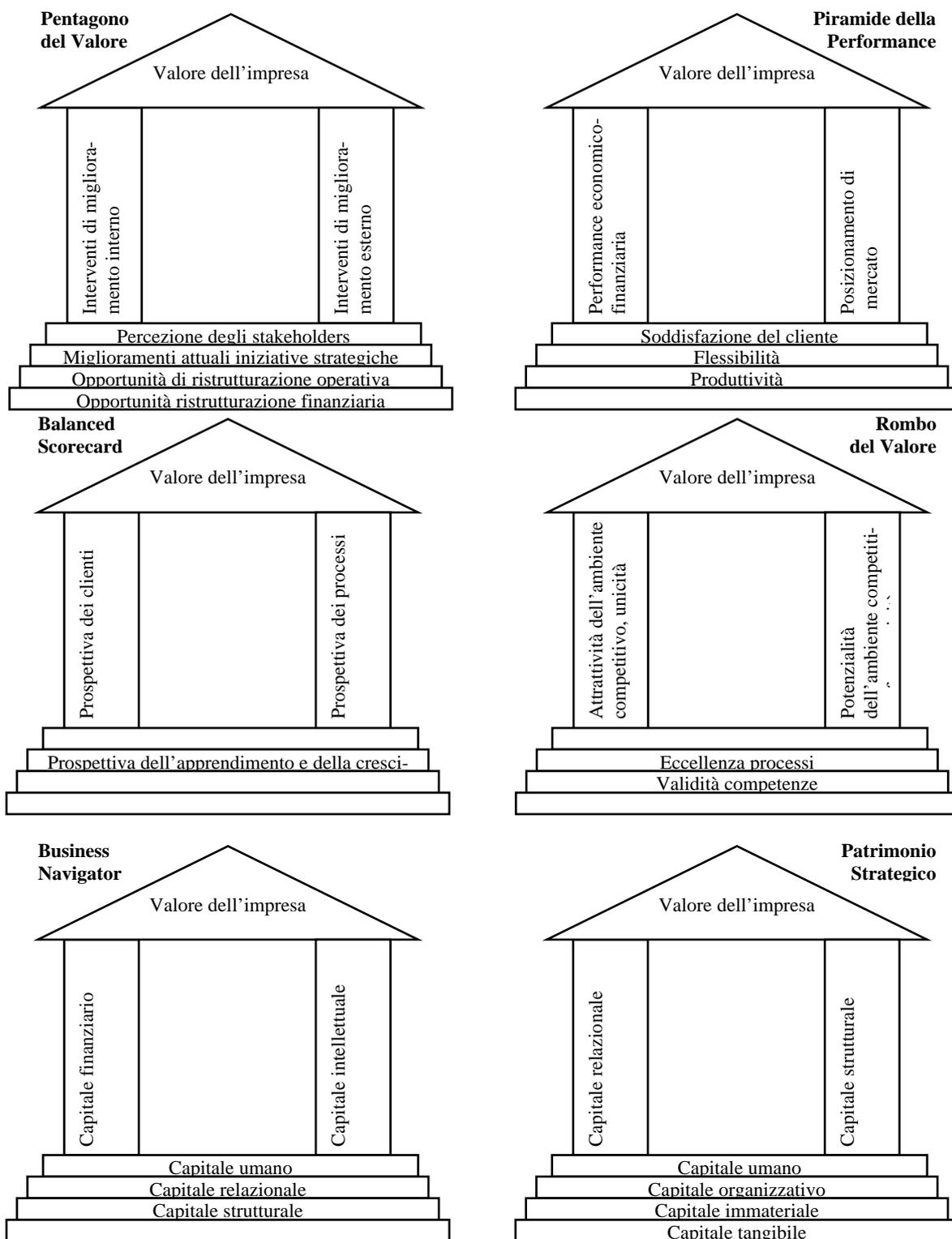
Il modello viene elaborato da A.Boeri e V.Giaroli all'inizio degli anni Novanta [Boeri, Giaroli, 1992, pp. 42-51]. L'“Albero del Free Cash Flow” si pone l'obiettivo di integrare le decisioni strategiche, le scelte operative e i processi di controllo attraverso la comune chiave di lettura del valore economico creato per l'azionista.

In particolare, il modello proposto dagli autori pone l'attenzione sui value drivers, ossia sulle leve per la generazione di flussi di cassa a breve e a medio-lungo termine. Gli autori sottolineano come spostando l'attenzione dai tradizionali indicatori patrimoniali ai value drivers si possa migliorare sensibilmente l'azione strategica e l'orientamento manageriale alla creazione di valore economico.

I value drivers proposti dagli autori vengono suddivisi in:

- driver orientati alla gestione dell'efficacia competitiva, considerati essenziali per anticipare i risultati attesi e sintetizzati da indicatori quali la time based competition, il time to market, il turnover delle risorse critiche, ...;
- driver orientati all'efficienza e al miglioramento continuo dell'azione competitiva, considerati essenziali per verificare l'andamento dei programmi prolungati nel tempo e sintetizzati da indicatori quali il livello della qualità dei prodotti, il livello di efficienza produttiva e riduzione dei costi,

Figura 2.3 – I templi del valore. Alcune proposte multidimensionali sul tema del valore aziendale.



Gli autori propongono un modello che vede ad un primo livello il free cash flow, espressione del valore economico creato e ad un secondo livello le sue dirette determinanti: il risultato operativo, la variazione del capitale circolante, gli investimenti fissi netti. In ultima istanza si riconoscono i value drivers suddivisi in driver orientati alla gestione dell'efficacia e dell'efficienza competitiva.

Variabile	Descrizione
Autori	Boeri, Giaroli
Obiettivo	Approfondire le relazioni tra il valore aziendale e i relativi driver
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Risultato operativo Investimenti in capitale circolante Investimenti in capitale immobilizzato
Determinanti di secondo livello del valore aziendale	Driver orientati alla gestione dell'efficacia competitiva (analizzati attraverso indicatori variegati: time to market, ...) Driver orientati alla gestione dell'efficienza competitiva (analizzati attraverso indicatori variegati: livello di efficienza produttiva, ...)
Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	Primo livello. Misure finanziarie Secondo livello. Misure finanziarie e non finanziarie

Il modello della “Balanced Scorecard”

Il modello della “Balanced Scorecard” viene proposto da R.S.Kaplan e D.Norton all'inizio degli anni Novanta [Kaplan, Norton, 1992; Kaplan, Norton, 1993; Kaplan, Norton, 1996; Kaplan, Norton, 2000; Kaplan, Norton, 2004]. La costruzione si pone l'obiettivo di cogliere le relazioni esistenti tra il valore creato dall'impresa, variamente rappresentato da alcune batterie di risultati economico-finanziari, e i relativi driver. In particolare, il modello proposto dai due autori vuole rappresentare uno strumento di supporto all'azione strategica, in grado di individuare e presidiare i driver essenziali per la concretizzazione delle linee guida e per la valutazione dei risultati conseguiti. L'approccio multidimensionale proposto analizza il valore economico attraverso:

- una visione interna, costituita da variabili quali l'eccellenza dei processi e l'orientamento all'apprendimento e alla crescita, che individua i driver del valore economico che traggono origine dalle risorse direttamente riconducibili all'impresa;
- una visione esterna, costituita da variabili caratterizzanti i rapporti con la clientela, che individua i driver del valore economico che traggono origine dalle risorse non di esclusiva proprietà dell'impresa.

Nello specifico, i risultati economico-finanziari, che misurano il grado di successo delle iniziative già prese e indicano se la strategia di una società crea ricchezza per gli azionisti, vengono approfonditi attraverso l'analisi della:

- prospettiva della clientela, che individua i segmenti della clientela e del mercato in cui l'unità di business intende diventare competitiva e le misure con cui monitorare

la performance in quei determinati segmenti. In genere questa prospettiva comprende varie misure essenziali. Fra esse sono incluse: la soddisfazione e la fidelizzazione della clientela, l'acquisizione di nuovi clienti e la quota di mercato e di profitto nei segmenti prescelti. In linea di massima i driver specifici che vengono presi in considerazione rappresentano i fattori che inducono i clienti a restare fedeli all'impresa;

- prospettiva interna del business, che individua i processi nei quali l'organizzazione deve eccellere. Questo approccio consente all'unità di business di: 1. presentare proposte di valore capaci di attirare nuovi clienti; 2. soddisfare le aspettative degli azionisti. Occorre sottolineare come il focus non debba essere concentrato esclusivamente sui processi esistenti. I driver del successo economico a lungo termine possono esigere che un'organizzazione crei prodotti e servizi del tutto nuovi, destinati a soddisfare esigenze di clienti attuali o futuri. Per molte imprese il processo di innovazione, l'onda lunga della creazione di valore, è un driver molto più potente della performance economica a breve termine. In questo senso la prospettiva dei processi interni compresa nella Balanced Scorecard deve considerare sia misure per il ciclo a onda lunga dell'innovazione, sia misure per il ciclo operativo a onda corta;

Ad un secondo livello, trasversale rispetto alle due dimensioni precedentemente delineate si riconosce:

- la prospettiva dell'apprendimento e della crescita, che individua l'infrastruttura che l'organizzazione deve costruire per creare crescita e miglioramento a lungo termine. Kaplan e Norton sostengono che l'apprendimento e la crescita di un'organizzazione derivano da tre fonti principali: personale, sistemi e procedure organizzative. Gli obiettivi compresi nella Balanced Scorecard relativamente alle prospettive economico-finanziaria, della clientela e dei processi interni rivelano in genere un notevole divario fra le possibilità correnti di personale, sistemi e procedure e quelle che sarebbero richieste per ottenere un netto miglioramento della performance. Per eliminare questo divario le imprese sono costrette, secondo gli autori, a investire nell'aggiornamento e nella riqualificazione del personale, potenziare sistemi e tecnologie dell'informazione, verificare che le procedure e i processi organizzativi siano in linea con gli obiettivi esposti nella Balanced Scorecard.

Variabile	Descrizione
Autori	Kaplan, Norton
Obiettivo	Supportare l'azione strategica, individuando i driver essenziali alla concretizzazione delle linee guida e alla valutazione dei risultati conseguiti
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Prospettiva dei clienti Prospettiva dei processi
Determinanti di secondo livello del valore aziendale	Prospettiva dell'apprendimento e della crescita

Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	Misure finanziarie Misure non finanziarie
---	--

Il modello del “Rombo del Valore”

Proposto da L.Olivotto [Olivotto, 1995 pp. 1-26; Olivotto, 1997, pp. 31-49; Olivotto, 2000], il “Rombo del Valore” ha come obiettivo l’integrazione degli approcci finanziari di determinazione del valore economico con i modelli di analisi strategica. Mentre i primi consentono una quantificazione del valore economico dell’impresa, i secondi delineano rappresentazioni utili per spiegare il successo o l’insuccesso dell’impresa. Essi approfondiscono le cause che giustificano i risultati aziendali, diventando complementari rispetto al modello finanziario. L’obiettivo di tali rappresentazioni è di esplicitare le determinanti del valore economico attraverso l’integrazione dei modelli tradizionali orientati all’attualizzazione dei flussi prospettici in un sistema più ampio di indicatori di performance, che l’autore identifica con il termine di Meta-Valore. In sostanza il modello proposto sposta l’attenzione dal capitale economico a una rappresentazione più articolata nella forma e nei contenuti, sia attraverso l’utilizzo di misure non solo quantitative, sia attraverso l’esplicitazione di un sistema di variabili fortemente interconnesse. Nello specifico, la schematizzazione proposta individua due profili di approfondimento della tematica del valore economico inteso in senso tradizionale:

- la dimensione del business, costituita dall’attrattività dell’ambiente competitivo operativo e dalla forza delle unicità competitive;
- la dimensione dei finanziamenti, costituita dalle potenzialità dell’ambiente competitivo finanziario e dalla forza delle unicità finanziarie.

Precisando che entrambe le dimensioni vengono alimentate dall’eccellenza dei processi e dalla validità delle competenze, l’autore specifica come sia la dimensione del business che quella dei finanziamenti finiscono per compenetrarsi essendo impossibile esprimere un giudizio sull’una senza aver prima analizzato l’altra. Approfondendo le prospettive di analisi proposte si può osservare che:

- l’attrattività dell’ambiente competitivo, è costituita dalle variabili in grado di identificare le prospettive di evoluzione del business. L’autore precisa che l’analisi di tale variabile richiede che si individuino le forze concorrenziali che interagiscono con le operazioni in ciascuna area strategica, quantificando il tipo e l’importanza delle opportunità e delle minacce. L’analisi deve in questo senso essere condotta in chiave evolutiva, onde poter cogliere l’onda lunga dei cambiamenti in atto nel contesto competitivo e non deve trascurare la contestualizzazione delle considerazioni sviluppate con le caratteristiche dell’impresa. L’autore propone di analizzare il sistema industria, il sistema economico specifico e l’ambiente complessivo e richiede che si individui il ruolo assunto dai vari stakeholders (clienti, fornitori, concorrenti, ...);

- le unicità competitive sono costituite dalle variabili che qualificano la proposta competitiva dell'impresa. Le unicità qualificano la capacità di produzione del vantaggio competitivo in termini di costo o di differenziazione e possono dipendere da molteplici variabili (intensità e ampiezza dei rapporti con l'esterno, qualità e robustezza delle operazioni di gestione interna, capacità di adattamento, ...). Esse esprimono l'essenza del significato di competizione, perché esprimono i termini che in concreto consentono all'impresa di produrre valore;
- l'eccellenza nei sistemi dei processi, rappresenta l'elemento fondante su cui regge la produzione di valore dell'impresa e può essere intesa come produttività misurata in valore monetario. Di qui l'importanza di evidenziare sia le aree eccellenti sia quelle scadenti dal punto di vista della performance, distinguendo i processi ritenuti a valore da quelli ritenuti non a valore;
- le competenze strumentali, rappresentano l'insieme delle conoscenze che alimentano il mantenimento o la trasformazione del vantaggio competitivo attraverso la messa a punto del sistema principale dei processi. Tra le principali competenze strumentali proposte dall'autore si segnalano l'orientamento al cliente, l'orientamento al miglioramento e all'innovazione e l'abilità nell'attrarre e mantenere personale qualificato.

Variabile	Descrizione
Autore	Olivotto
Obiettivo	Integrare il modello finanziario di determinazione del valore economico con i modelli di analisi strategica.
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Attrattività dell'ambiente competitivo operativo e forza delle unicità operative Potenzialità dell'ambiente competitivo finanziario e forza delle unicità finanziarie
Determinanti di secondo livello del valore aziendale	Eccellenza dei processi Validità delle competenze
Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	Misure finanziarie Misure non finanziarie

Il modello del “Technology Broker”

Proposto da A. Broking alla fine degli anni Novanta [Brooking, 1996], il “Technology Broker” si pone l'obiettivo di orientare l'azione manageriale per la massimizzazione del valore aziendale attraverso l'analisi e l'auditing del capitale intellettuale. L'autrice propone un approccio per cui il valore aziendale viene considerato come somma delle risorse tangibili e del capitale intellettuale. Quest'ultimo risulta a sua volta composto:

- dai market assets, ossia dalle risorse intangibili derivanti da relazioni con il mercato che possono garantire all'impresa un vantaggio competitivo sostenibile nel tempo. Essi derivano dalle relazioni che l'impresa intrattiene con il mercato e i clienti. E-

sempi di market assets sono la fedeltà del cliente, il marchio, un efficiente sistema distributivo, ... ;

- dagli intellectual property assets, ossia quell'insieme di risorse derivanti dal know how, dai diritti di copyright, dai diritti di autore e dai brevetti in grado di proteggere l'impresa e generare valore per gli azionisti;
- dagli human centred assets, ossia l'insieme di esperienze, creatività, capacità manageriali e di problem solving, cui un'impresa può fare affidamento. Le risorse umane per l'autrice sono elemento centrale per il successo competitivo dell'impresa;
- dagli infrastructure assets, ossia lo scheletro dell'organizzazione, capace di mettere in relazione le risorse umane e i processi. Essa è costituita dalle tecnologie, dai processi, dalle metodologie che permettono alle imprese di funzionare. Sono esempi di infrastructure assets la cultura d'impresa, le metodologie per gestire la forza vendita, la struttura finanziaria, il sistema di comunicazione,

Variabile	Descrizione
Autore	Brooking
Obiettivo	Fornire uno schema di auditing del capitale intellettuale
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Risorse tangibili Risorse intangibili
Determinanti di secondo livello del valore aziendale	Market assets Intellectual property assets Human centred assets Infrastructure assets
Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	Finanziarie e non finanziarie

Il modello dell' "Intangibile Assets Monitor"

Proposto da K.E.Sveiby [Sveiby, 1997], l'"Intangible Assets Monitor" si pone l'obiettivo di cogliere le relazioni esistenti tra il valore di mercato di un'impresa e i relativi driver attraverso un approccio multidimensionale. In particolare la proposta di Sveiby evidenzia come il valore di mercato di un'azienda dipenda fondamentalmente dal valore dei beni tangibili e dal valore dei beni intangibili. Quest'ultimo risulta composto:

- dalla struttura interna, che racchiude tutti gli elementi intangibili distintivi dell'azienda, quali brevetti, conoscenze di processo, sistemi informativi e caratteristiche della cultura aziendale;
- dalla struttura esterna, che risulta essere formata dall'insieme di relazioni che l'organizzazione ha in essere con una serie di controparti come i clienti e i fornitori. Questa variabile comprende elementi come forza e diffusione del brand, reputazione dell'azienda, conoscenza dei canali distributivi, fidelizzazione dei clienti;

- dalle competenze individuali riferite alle persone che compongono l'organizzazione, che fungono da catalizzatore tra la struttura esterna e quella interna nel processo di creazione del valore. Esse attengono ad elementi quali il know how delle persone, la leadership, le capacità di problem solving,

Ciascuna variabile viene analizzata individuando un sistema di misurazione basato su indicatori di natura finanziaria e non finanziaria. In particolare, l'approccio proposto parte da una visione antropocentrica in cui le persone costituiscono la vera sorgente del valore aziendale: l'organizzazione viene vista come una knowledge organisation e i lavoratori come dei knowledge workers. In questa visione il modello ricerca gli indicatori che meglio descrivono gli stock e i flussi di assets intangibili suddividendoli in indicatori di crescita, rinnovamento, efficienza e stabilità.

Variabile	Descrizione
Autore	Sveiby
Obiettivo	Analizzare gli assets che determinano il valore aziendale Approfondire le relazioni tra i driver che alimentano gli assets del capitale relazionale e il valore aziendale
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Assets tangibili Assets intangibili
Determinanti di secondo livello del valore aziendale	Struttura interna Struttura esterna Competenze individuali
Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	Misure finanziarie Misure non finanziarie

Il modello del “Quadrilatero delle Competenze”

Proposto da R.A.Cenciarini [Cenciarini, 1997, pp. 4-16; Cenciarini, 1998], il modello del Quadrilatero delle Competenze (noto anche con l'acronimo SCOP) ha l'obiettivo di offrire uno strumento per l'orientamento della strategia e il governo della complessità. In particolare ad un primo livello, il modello proposto dall'autore riconosce quattro leve fondamentali del valore economico aziendale:

- la strategia, che deve essere valida, flessibile e anticipatoria degli eventi futuri;
- l'orientamento al cliente, che deve consentire all'impresa di massimizzare la customer satisfaction;
- l'organizzazione, che deve garantire all'impresa di mantenere una elevata capacità di adattamento;
- i processi, che devono garantire all'impresa elevati livelli di efficienza ed efficacia.

Dopo aver analizzato nel dettaglio le determinanti del valore economico l'autore sottolinea come la massimizzazione dello stesso debba essere perseguita tramite un Assets And Liability Management Integrato (ALMI) che prevede interventi finalizzati a:

- comprimere il rischio finanziario d'impresa, collegato alle caratteristiche della struttura finanziaria;
- comprimere il rischio operativo d'impresa, collegato alle caratteristiche del business e dell'ambiente competitivo.

Variabile	Descrizione
Autore	Cenciarini
Obiettivo	Fornire uno strumento per il governo della strategia e la compressione della complessità
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Strategia Clienti Organizzazioni Processi
Determinanti di secondo livello del valore aziendale	Rischio operativo Rischio finanziario
Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	Finanziarie e non finanziarie

Il modello dello “Strategic Performance Measurement”

Proposto da Atkinson, Waterhouse, Wells alla fine degli anni Novanta [Atkinson, Waterhouse, Wells, 1997, pp. 25-37], il modello dello “Strategic Performance Measurement” costituisce uno schema misurativo in grado di orientare l'azione manageriale per la massimizzazione del valore economico aziendale. In particolare, gli autori riconoscono come le imprese per poter operare debbano soddisfare le attese dei propri stakeholder. Essi individuano nelle organizzazioni moderne un insieme di contratti impliciti ed espliciti tra l'impresa e i portatori di interessi interni o esterni in grado di influenzarne la performance. In particolare gli autori distinguono due grandi gruppi:

- gli environment stakeholder, costituiti da clienti, azionisti, membri della comunità e da tutti quei soggetti esterni rispetto all'impresa che definiscono gli elementi critici per il successo della strategia aziendale;
- i process stakeholder, costituiti da dipendenti, fornitori e da tutti quei soggetti che, lavorando assieme, consentono all'impresa di produrre e consegnare i prodotti ai clienti dell'impresa.

Gli autori propongono di riconoscere i portatori di interesse, analizzare nel dettaglio i processi aziendali, individuare gli interlocutori chiave di ogni processo e riconoscere le variabili chiave in grado di orientare l'azione degli stessi alla massimizzazione del valore economico. Nello specifico il modello proposto dagli autori prevede:

- l'individuazione degli stakeholder chiave e la definizione di un insieme di primary measures in grado di orientare l'azione dei diversi stakeholder al soddisfacimento delle misure di performance stabilite. Esempi di primary measures possono essere per i clienti la soddisfazione dei clienti e la qualità del servizio; per i dipendenti il commitment; le competenze; la produttività; per la comunità l'immagine sociale dell'impresa;
- la definizione di un insieme di secondary measures in grado di dare operatività alle misure di primo livello. Esempi in questo senso sono costituiti per i clienti da indici di gradimento del servizio; per i dipendenti dal livello di efficienza dei processi; dalla scolarizzazione; dalla partecipazione a corsi di formazione interna; per la comunità da indici di gradimento sociale dell'impresa.

Variabile	Descrizione
Autori	Atkinson, Waterhouse, Wells
Obiettivo	Fornire uno schema misurativo in grado di orientare l'azione manageriale per la massimizzazione del valore economico aziendale
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Environment stakeholder Process stakeholder
Determinanti di secondo livello del valore aziendale	Processi aziendali
Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	Finanziarie e non finanziarie Distinte in primary e secondary measures

Il modello dello “Unit of Activity”

Proposto da H.Haanes e B.Lowendhal alla metà degli anni Novanta [Haanes, Lowendhal, 1997], lo “Unit of Activity” identifica come driver del valore aziendale le risorse tangibili e le risorse intangibili. Queste ultime vengono ulteriormente suddivise in due macrocategorie:

- le competenze dell'impresa, che definiscono l'abilità di completare con successo un compito specifico. Queste ultime vengono ulteriormente suddivise in competenze individuali, cioè possedute dalle persone, e competenze organizzative, cioè possedute dall'impresa nel suo insieme. Le competenze individuali rappresentano l'insieme di capacità conoscenze e comportamenti delle persone all'interno dell'azienda. Le competenze organizzative sono invece costituite da tutto quell'insieme di conoscenze (data base, pubblicazioni, marchi, brevetti, ...) tecnologie e processi aziendali che distinguono l'organizzazione dai suoi concorrenti;
- gli elementi relazionali, riferiti prevalentemente alla reputazione dell'impresa nel mercato (immagine, diffusione, soddisfazione) e al grado di fidelizzazione della clientela. Anche in questo caso questi ultimi vengono distinti in individuali e collet-

tivi. Le variabili analizzate nel modello sono la reputazione, la lealtà e le relazioni interpersonali e/o interorganizzative.

Variabile	Descrizione
Autori	Haanes, Lowendhal
Obiettivo	Analizzare gli assets che determinano il valore aziendale Approfondire le relazioni tra i driver che alimentano gli assets del capitale relazionale e il valore aziendale
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Risorse tangibili Risorse intangibili
Determinanti di secondo livello del valore aziendale	Competenze dell'impresa, distinte in competenze individuali e collettive Elementi relazionali, distinte in relazioni individuali e collettive
Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	Misure finanziarie Misure non finanziarie

Il modello del “Value Scheme” e del “Business Navigator”

Proposto da L.Edvinsson e M.S.Malone a metà degli anni Novanta [Edvinsson, Malone, 1997], il “Value Scheme” costituisce un tentativo di individuazione degli assets che compongono il valore aziendale e di selezione dei drivers in grado di generarli. Il modello proposto dagli autori poggia su un concetto di valore economico analizzato attraverso un approccio multidimensionale. In particolare, il Value Scheme evidenzia come il valore di mercato di un'azienda dipenda fundamentalmente dal capitale finanziario e dal capitale intellettuale. Quest'ultimo risulta a sua volta composto:

- dal capitale umano, costituito dal sapere incorporato nelle persone che lavorano all'interno dell'impresa. Si tratta di driver del valore non di proprietà, in quanto se i dipendenti lasciassero l'azienda porterebbero con loro le rispettive conoscenze;
- dal capitale relazionale, costituito dall'immagine aziendale e dall'insieme delle relazioni che l'azienda instaura con i principali stakeholder. Anche in questo caso si tratta di driver del valore non di esclusiva proprietà aziendale;
- dal capitale strutturale, costituito dalla conoscenza codificata, trasmissibile, condivisibile e riproducibile, incorporata all'interno dell'impresa e virtualmente fruibile da tutto il personale aziendale nel tempo e nello spazio. In questo caso si tratta di driver del valore direttamente controllabili dall'impresa in quanto di proprietà della stessa.

Le diverse dimensioni del capitale intellettuale vengono analizzate dagli autori attraverso un insieme articolato di indicatori di natura finanziaria e non finanziaria.

Variabile	Descrizione
Autori	Edvinsson, Malone
Obiettivo	Analizzare gli assets che determinano il valore aziendale

	Approfondire le relazioni tra i driver che alimentano gli assets del capitale relazionale e il valore aziendale
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Capitale finanziario Capitale intellettuale
Determinanti di secondo livello del valore aziendale	Capitale umano Capitale relazionale Capitale strutturale
Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	Misure finanziarie Misure non finanziarie

Il modello del “Value Reporting[®]”

Proposto da P.D.Wright e da D.P.Keegan alla fine degli anni Novanta [Wright, Keegan, 1997], il modello del “Value Reporting” si propone di monitorare il soddisfacimento delle attese degli stakeholders (azionisti, clienti, lavoratori, fornitori, autorità pubbliche, ...) mediante un insieme di indicatori di tipo finanziario e non finanziario. Nello specifico il modello risulta articolato in cinque aree:

- la Financial Measurement Categories, che comprende indicatori di tipo economico-finanziario volti a monitorare il valore globalmente generato. I financial value drivers sono rappresentati da misure del valore come l’Economic Profit, la Corporate Value Analysis fondata sul confronto tra i flussi di cassa attualizzati e la capitalizzazione di mercato, il Cash Flow Return on Investment, il Total Shareholder Return;
- il Customer Value, che comprende indicatori di tipo finanziario e non finanziario finalizzati ad indagare la dimensione delle relazioni con i clienti. Tra gli indicatori proposti dagli autori emergono la quota di mercato, la customer satisfaction, la difettosità dei prodotti;
- il People Value, comprende indicatori finalizzati ad indagare la dimensione delle relazioni con le persone che collaborano all’interno dell’impresa. Tra gli indicatori proposti emergono l’employee survey index, l’intellect index, la resources and cultural balance;
- la Growth and Innovation Prospective, comprende misure orientate ad analizzare la crescita e l’innovazione che vengono analizzate con particolare riferimento alle spese in ricerca e sviluppo, ai nuovi prodotti, al potere del marchio;
- il Process Value, finalizzato ad approfondire l’efficienza e l’efficacia di processo viene analizzato attraverso indicatori quali il costo di processo per transazione di vendita, il time to market, il grado di outsourcing.

Variabile	Descrizione
Autori	Wright, Keegan
Obiettivo	Apprezzare le relazioni che intercorrono tra la dotazione di risorse chiave per l’acquisizione di vantaggi competitivi e la creazione di valore economico
Determinanti di primo	Financial Measurement Categories

livello del valore aziendale	Customer Value People Value Growth and Innovation Prospective Process Value
Determinanti di secondo livello del valore aziendale	-
Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	Misure finanziarie Misure non finanziarie

Il modello della “European Foundation for Quality Management”[®]

Proposto dall’omonima fondazione [EFQM, 1998] alla fine degli anni Novanta, il modello della European Foundation for Quality Management si pone l’obiettivo di orientare l’azione manageriale verso il conseguimento di eccellenze competitive. In particolare, esso individua otto cluster suddivisi in due macro gruppi che adeguatamente governati dalle aziende possono garantire il conseguimento di significativi successi competitivi. Nello specifico le variabili analizzate dal modello vengono raggruppate in:

- results, destinati a raccogliere le variabili finalizzate a porre l’attenzione sui risultati prodotti dall’impresa. Queste variabili sembrano identificarsi come driver immediati del modello di misurazione dell’eccellenza competitiva dell’impresa;
- enablers, destinati a raccogliere le variabili finalizzate a monitorare gli elementi dai quali dipende il raggiungimento dei risultati prodotti dall’impresa. Queste variabili costituiscono i driver mediati dell’eccellenza competitiva dell’impresa.

Nello specifico le otto variabili che costituiscono la base sui cui poggiano results e enablers sono:

- people results, dimensione destinata a raccogliere indicatori quali la produttività dei lavoratori, il livello di soddisfazione , ... ;
- customer results, dimensione destinata a raccogliere indicatori quali la soddisfazione dei clienti, il livello di fedeltà ,... ;
- impact on society, dimensione destinata a raccogliere indicatori quali indici di impatto ambientale, ... ;
- process, dimensione destinata a raccogliere indicatori sul livello di efficienza ed efficacia dei processi;
- people development and involved, dimensione destinata a raccogliere indicatori sul livello crescita professionale dei dipendenti, qualità di gestione delle risorse umane, ... ;
- resources management, dimensione destinata a raccogliere indicatori sul livello di utilizzo delle risorse in senso lato;
- policy and strategy, dimensione destinata a raccogliere indicatori sul livello di condivisione della strategia e delle politiche aziendali;

- leadership and costancy of purpose, dimensione destinata a raccogliere indicatori sul livello di commitment delle persone e sull'efficacia dello stile direzionale.

Variabile	Descrizione
Autore	EFQM
Obiettivo	Orientare l'azione manageriale verso il conseguimento di eccellenze competitive
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Results Enablers
Determinanti di secondo livello del valore aziendale	People results Customer results Impact on society Process People development Resource management Policy and strategy Leadership and costancy
Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	Results: Misure finanziarie Enablers: Misure finanziarie, Misure non finanziarie

Il modello “Rischio, Crescita e Rendimenti”

Proposto da A.Black, P.Wright e J.Bachman [Black, Wright, Bachman, 1998], il modello “Rischio, Crescita e Rendimenti” è finalizzato ad affrontare il tema della misurazione del valore aziendale individuandone i driver fondamentali. In particolare, gli autori sottolineano come il valore di un'impresa sia costituito dalla somma dei futuri free cash flow attualizzati. Essi individuano come driver generatori del valore:

- il livello di rischio, analizzato sulla base del costo medio ponderato del capitale (WACC), ritenuto cruciale per introdurre la percezione del mercato finanziario nella valutazione dello Shareholder Value e del periodo di durata del vantaggio competitivo.
- la crescita, analizzata sulla base della crescita del fatturato e degli investimenti in capitale circolante e fisso. Lo sviluppo dei ricavi viene analizzato approfondendo l'effetto dei cambiamenti di prezzo, volume e mix di prodotto. L'autore evidenzia come la crescita dei ricavi si accompagna ad una crescita dei fabbisogni di investimenti in capitale circolante e in capitale immobilizzato e propone di approfondire le connessioni tra tali variabili. Questa dimensione appare inoltre fortemente collegata alla dimensione del rischio in generale e al periodo di durata del vantaggio competitivo in particolare;
- i profitti, analizzati sulla base del margine operativo lordo definito da utile prima degli interessi, delle imposte e dei deprezzamenti (EBITDA) e del livello di imposizione tributaria.

Variabile	Descrizione
Autori	Black, Wright, Bachman
Obiettivo	Affrontare il tema della misurazione del valore aziendale individuandone i driver fondamentali
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Livello di rischio Crescita Profitti
Determinanti di secondo livello del valore aziendale	-
Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	Misure finanziarie Misure non finanziarie

Il modello del “Diamante del Vision Deployment”

Il modello viene proposto da F.D’Egidio attraverso implementazioni graduali a partire dalla fine degli anni Novanta [D’Egidio, 1999; D’Egidio, 2001; D’Egidio 2003]. Il “Diamante del Vision Deployment” vuole collegare l’azione creativa orientata alla definizione della visione aziendale (envisioning) con i piani operativi d’azione annuale (vision deployment) nell’ottica della creazione di valore economico. L’autore sottolinea come il modello del diamante non si limiti a definire “cosa fare” e “come concretizzare gli obiettivi”, ma consenta allo stesso tempo di monitorare i progressi nella realizzazione della visione e la produzione di valore economico, analizzando nel dettaglio le determinanti dei risultati raggiunti. Il modello proposto presenta numerose variabili raggruppate in due emisferi:

- l’emisfero “del nuovo fare”, ove si riproducono le sfaccettature collegate alla definizione del business e delle competenze distintive, che saldano gli obiettivi strategici, le politiche e le azioni vitali. Al centro di tale modello l’autore colloca gli ambiti che vanno presidiati per assicurare successi duraturi e non effimeri quali l’innovazione, le relazioni, il tempo, la qualità;
- l’emisfero “del nuovo essere”, ove si riproducono gli elementi cognitivi volti a garantire la concretizzazione del vision deployment. In particolare si individuano le valenze culturali dell’organizzazione del personale, le capacità di leadership, di employeship che congiuntamente determinano il nuovo essere.

I diversi emisferi e le numerose variabili che li compongono vengono monitorate attraverso un insieme articolato di indicatori di natura finanziaria e non finanziaria, che nella prospettiva dell’autore dovrebbero garantire l’esplicitazione dei driver di creazione del valore economico.

Variabile	Descrizione
Autore	D’Egidio

Obiettivo	Collegare l'azione creativa orientata alla definizione della visione aziendale (envisioning) con i piani operativi d'azione annuale (vision deployment)
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Emisfero del nuovo fare Emisfero del nuovo essere
Determinanti di secondo livello del valore aziendale	Emisfero del nuovo fare: Caratteristiche del business Caratteristiche delle competenze distintive Emisfero del nuovo essere (elementi cognitivi): Capacità di leadership Capacità di employeeship Valenze culturali della gestione del personale
Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	Misure finanziarie Misure non finanziarie Approccio narrativo

Il modello del “Total Value Creation[®]”

Porposto da R.Andersen e R.McLean [Andersen, McLean, 1999] attraverso un progetto di ricerca finanziato dal Canadian Institute of Chartered Accountants, il “Total Value Creation[®]” riconosce nell’intellectual capital il principale propulsore del valore aziendale. Tra i driver fondamentali per la creazione di valore economico riconosciuti dal modello si individuano le risorse tangibili e le risorse intangibili. Il valore prodotto dalle risorse intangibili viene misurato sulla base del contributo offerto da:

- customer relations, variabile destinata a monitorare i rapporti dell’impresa con i clienti;
- supplier relations, variabile destinata a monitorare i rapporti dell’impresa con i fornitori;
- employee relations, variabile destinata a monitorare i rapporti dell’impresa con i dipendenti;
- shareholder relations, variabile destinata a monitorare i rapporti dell’impresa con gli azionisti;
- societal relations, variabile destinata a monitorare i rapporti dell’impresa con il contesto sociale in cui risulta inserita.

Le risorse immateriali assumono pertanto prevalente contenuto relazionale. Quanto affermato viene sintetizzato nella tabella sotto riportata.

Variabile	Descrizione
Autori	Andersen, McLean
Obiettivo	Analizzare gli assets che determinano il valore aziendale Approfondire le relazioni tra i driver che alimentano gli assets del capitale relazionale e il valore aziendale
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Assets tangibili Assets intangibili

dale	
Determinanti di secondo livello del valore aziendale	Customer relations Supplier relation Employee relations Shareholder relations Societal relations
Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	Misure finanziarie Misure non finanziarie

Il modello del “Giudizio Integrato di Valutazione”

Proposto da L.Guatri e L.Sicca nel 2000 [Guatri, Sicca, 2000], il modello del “Giudizio Integrato di Valutazione” si pone l’obiettivo di orientare l’azione manageriale per la massimizzazione del valore aziendale. Esso poggia su un concetto di valore economico analizzato attraverso un approccio multidimensionale. In particolare gli autori riconoscono tre leve fondamentali del valore economico aziendale:

- le condizioni di mercato, costituite dalle caratteristiche esterne dell’ambiente competitivo non direttamente influenzabili dall’impresa. Nel dettaglio le leve di secondo livello sono identificate nella struttura di settore; nella posizione nel ciclo di vita; nel rischio di nuovi entranti; nel livello di innovazione; nell’esistenza di prodotti sostitutivi; nel potere degli acquirenti e fornitori; nella regolamentazione di settore e nella sensibilità al contesto macro-economico;
- le competenze di base, definite come capacità interne fortemente collegate alla sequenza tipica della catena del valore e che l’impresa ha forgiato nella sua evoluzione storica. Nel dettaglio le leve di secondo livello sono identificate nelle competenze in termini di acquisti e forniture; produzione; distribuzione fisica; organizzazione commerciale; marketing;
- le competenze distintive, definite come capacità in grado di influire trasversalmente sull’intera catena del valore migliorandone l’efficienza e l’efficacia e generando motivi di forza e debolezza. Nel dettaglio esse vengono suddivise riconoscendo competenze collegate all’innovazione; alle risorse immateriali; alle relazioni umane e alla tecnologia informatica.

Variabile	Descrizione
Autori	Guatri, Sicca
Obiettivo	Fornire uno schema misurativo in grado di orientare l’azione manageriale per la massimizzazione del valore economico aziendale
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Condizioni di mercato Competenze di base Competenze distintive
Determinanti di secondo livello del valore aziendale	Condizioni di mercato. Identificate nella struttura di settore; nella posizione nel ciclo di vita; nel rischio di nuovi entranti; nel livello di innovazione; nell’esistenza di prodotti sostitutivi; nel potere degli acquirenti, fornitori; nella regolamentazione di settore e nella sensibilità al contesto macro-

	<p>economico</p> <p>Competenze di base. Identificate nelle competenze in termini di acquisti e forniture; produzione; distribuzione fisica; organizzazione commerciale; marketing</p> <p>Competenze distintive. Identificate nelle competenze collegate all'innovazione; alle risorse immateriali; alle relazioni umane e alla tecnologia informatica</p>
Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	<p>Finanziarie e non finanziarie</p> <p>Distinte in primary e secondary measures</p>

Il modello del “Knowledge Capital Scoreboard”

Proposto da B.Lev [Lev, 2000; Lev, 2001], il modello del “Knowledge Capital Scoreboard” è finalizzato a fornire una quantificazione del valore del Knowledge Capital attraverso la sua derivazione dalla stima dei profitti normalizzati.

In particolare l'autore sottolinea come il valore del capitale intellettuale di un'impresa possa essere determinato sulla base di tre elementi:

- una stima dei profitti normalizzati, cioè una media di dati storici e previsioni relative ai profitti dell'organizzazione;
- un tasso di ritorno standard degli investimenti in assets tangibili e assets finanziari;
- un tasso di attualizzazione dei flussi futuri derivanti dal capitale intellettuale.

Il metodo proposto prevede di partire dalla stima dei profitti normalizzati e sottrarre a tale importo gli utili riferibili alle attività tangibili e finanziarie (determinati sulla base dei tassi di redditività standard degli investimenti). La differenza ottenuta indicherebbe i profitti derivanti dalle risorse immateriali che, opportunamente attualizzate, fornirebbero il valore del capitale intellettuale.

La metodologia proposta avrebbe il vantaggio di permettere l'effettuazione di comparazioni con i dati di altre aziende del medesimo settore, ma risente evidentemente sia dell'origine contabile dei dati di partenza, sia dei problemi legati all'individuazione dei parametri da utilizzare (soprattutto per quanto concerne i tassi di ritorno standard e di attualizzazione).

Variabile	Descrizione
Autore	Lev
Obiettivo	Analizzare gli assets che determinano il valore aziendale in generale e il capitale intellettuale in particolare
Determinanti di primo livello del valore aziendale	<p>Profitti normalizzati</p> <p>Tasso di ritorno standard dagli investimenti in assets tangibili</p> <p>Tasso di attualizzazione dei profitti normalizzati al netto del ritorno standard degli investimenti tangibili</p>
Determinanti di secondo livello del valore aziendale	-

Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	Misure finanziarie
---	--------------------

Il modello dell'“Intellectual Capital Valuation”

Proposto da P.H..Sullivan nel 2000 [Sullivan, 2000], il modello dell'“Intellectual Capital Management” si pone l'obiettivo di garantire al management uno strumento in grado di gestire le leve per governare il capitale intellettuale in un'ottica di massimizzazione del valore aziendale. Quest'ultimo risulta essere determinato:

- dal valore del capitale strutturale, costituito dagli assets tangibili in senso stretto;
- dal valore degli assets complementari di business, tipicamente costituiti dalle manufacturing facilities, dalla distribution capabilities e dalla sale force;
- dal valore del capitale intellettuale, costituito dalle proprietà intellettuali (brevetti,), dagli assets intellettuali (conoscenza codificata,) e dal capitale umano.

L'autore propone di valutare separatamente ogni determinante del valore aziendale riconoscendo e attualizzando i flussi di risultato garantiti da ciascun elemento. Egli sostiene infatti che il capitale umano garantisce la creazione di valore divenendo elemento propulsore dell'innovazione aziendale, che viene estratta e diffusa attraverso le altre componenti del capitale intellettuale (proprietà intellettuali e assets intellettuali). Tale spinta propulsiva si concretizza in flussi di risultato grazie all'azione del capitale strutturale e degli assets complementari. Sullivan propone di costruire un set di misure anche di tipo qualitativo per la descrizione puntuale delle determinanti del valore aziendale, al fine di facilitare l'attività di gestione dei driver del valore aziendale.

Variabile	Descrizione
Autore	Sullivan
Obiettivo	Fornire uno schema di valutazione e gestione del valore aziendale in generale e del valore del capitale intellettuale in particolare
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Capitale strutturale Assets complementari di business Capitale intellettuale
Determinanti di secondo livello del valore aziendale	Capitale strutturale. Costituito dai beni tangibili tradizionali Assets complementari di business. Costituiti da manufacturing facilities, distribution capabilities, sale force Capitale intellettuale. Costituito da proprietà intellettuali, assets intellettuali e capitale umano
Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	Finanziarie e non finanziarie Di tipo quantitativo e qualitativo

Il modello del “Prisma della performance”

Proposto da A. Neely, C. Adams e M. Kennerley [Neely, Adams, Kennerley, 2001, pp. 7-15; Neely, Adams, Kennerley, 2002], il prisma della performance è il frutto di un lavoro congiunto svolto dalla Cranfield School of Management e dalla Andersen Consulting. Il modello parte dall'assunto secondo il quale non è più possibile per un'azienda concentrarsi solo sulla soddisfazione di un insieme limitato di stakeholder, tipicamente azionisti e clienti. Per sopravvivere e prosperare nel lungo termine è necessario invece che l'azienda sia in grado di soddisfare tutti i propri stakeholder e che essi sappiano contribuire al successo dell'organizzazione, secondo una relazione di reciprocità.

Per questo motivo con il prisma della performance gli autori propongono un modello multidimensionale che, partendo dalla definizione degli stakeholder chiave dell'impresa e dei loro bisogni, fornisca al management indicazioni in merito al livello di soddisfacimento delle loro attese e ai contributi che essi forniscono all'azienda, contribuendo alla definizione delle strategie da utilizzare. Il modello viene rappresentato come un prisma a cinque facce, che rappresentano altrettante prospettive di performance distinte ma collegate. Per ognuna di esse vengono identificate specifiche esigenze informative, che le imprese devono soddisfare attraverso un set di misure della performance. Le prospettive sono:

- la soddisfazione degli stakeholder. L'obiettivo è individuare quali sono gli stakeholder chiave dell'azienda e quali i loro desideri e le loro necessità;
- le strategie. L'obiettivo è individuare le strategie da mettere in atto per soddisfare le richieste e le necessità degli stakeholder chiave;
- i processi. L'obiettivo è individuare i processi critici che permettono all'azienda di operare per migliorare le strategie;
- le capacità. L'obiettivo è individuare di quali capacità l'azienda ha bisogno per operare e migliorare i processi sopra identificati;
- i contributi degli stakeholder. L'obiettivo è individuare i contributi che devono essere richiesti agli stakeholder per mantenere e sviluppare le capacità dell'azienda.

Per ciascuna di queste prospettive è necessario realizzare un sistema di misure in grado di garantire un presidio costante delle variabili ritenute di volta in volta rilevanti.

Quanto affermato viene sintetizzato nella tabella sotto riportata.

Variabile	Descrizione
Autori	Neely, Adams, Kennerley
Obiettivo	Individuare gli stakeholder dell'impresa per comprenderne i bisogni ed identificarne i contributi alla vita aziendale
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Soddisfazione degli stakeholder Strategie Processi Capacità Contributi degli stakeholder
Determinanti di secon-	-

do livello del valore aziendale	
Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	Misure finanziarie Misure non finanziarie

Il modello della “Valutazione della Strategia nella Net Economy”

Proposto da F. Buttignon [Buttignon, 2001], il modello di valutazione della strategia nella net economy si pone l'obiettivo, assumendo elevate condizioni di incertezza e complessità come premesse di fondo, di integrare la prospettiva dell'analisi strategica con quella del calcolo economico. In particolare la proposta di Buttignon vuole offrire uno strumento in grado di orientare l'azione manageriale garantendo sia l'analisi preventiva, in termini di pianificazione e di programmazione del valore potenziale dell'impresa, sia l'analisi consuntiva in termini di monitoraggio del valore realizzato. Nella prospettiva dell'autore l'oggetto di valutazione può essere:

- un progetto di innovazione imprenditoriale, dalla pura idea di una nuova possibilità di business a un progetto in fase di sperimentazione, un nuovo business in fase di sviluppo, fino a una formula imprenditoriale matura;
- la strategia nel suo complesso, sintesi di un portafoglio di business in atto.

Da questo punto di vista le componenti dell'analisi strategica, oltre ad esplicitare le determinanti che giustificano le proiezioni dei risultati probabili, possono evidenziare possibilità di valore utilizzabili in un giudizio di sintesi non fondato solo sul calcolo analitico. Entrando nello specifico le variabili che, nella proposta dell'autore, si pongono alla base del processo di creazione del valore economico sono:

- la visione strategica, che qualifica il potenziale di valore dell'iniziativa imprenditoriale. L'analisi di tale variabile risulta finalizzata all'identificazione del potenziale di valore elaborato adottando l'approccio della scenarizzazione, al fine di formalizzare le prospettive del nucleo imprenditoriale. In questo senso, il processo misurativo deve articolare la visione e tradurla in possibili evoluzioni dello scenario di mercato e della posizione competitiva dell'impresa;
- il modello di business, che qualifica le modalità di sfruttamento del potenziale di valore insito nella visione strategica. Tra gli elementi suscettibili di sviluppi in termini analitici nella prospettiva della scenarizzazione, l'autore individua sia i confini dell'impresa e i caratteri della rete del valore nella quale l'impresa si colloca, sia la struttura e la dinamica dei costi dell'impresa;
- il capitale digitale, che qualifica l'insieme di risorse necessarie per realizzare il progetto di business. In questo senso l'analisi deve essere finalizzata ad individuare le risorse critiche per la produzione di valore economico nell'ambito delle varie componenti del capitale digitale. Nello specifico l'autore propone di analizzare il capitale umano; il capitale relazionale; il capitale strutturale e il capitale finanziario attraverso

so strumenti misurativi basati sia sullo story telling, sia su batterie di indicatori di carattere finanziario e non finanziario.

Variabile	Descrizione
Autore	Buttignon
Obiettivo	Apprezzare le relazioni che intercorrono tra la dotazione di risorse chiave per l'acquisizione di vantaggi competitivi e la creazione di valore economico
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Visione strategica Modello di business Capitale digitale
Determinanti di secondo livello del valore aziendale	-
Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	Misure finanziarie Misure non finanziarie Approccio narrativo

Il modello del “Patrimonio Strategico”

Proposto da G.Donna attraverso una serie di elaborazioni successive [Donna, 2002, pp.25-36; Donna, 2003], il modello di misurazione del patrimonio strategico aziendale si pone l'obiettivo di apprezzare le relazioni che intercorrono tra la dotazione di risorse chiave per l'acquisizione di vantaggi competitivi e la creazione di valore economico. Le risorse che permettono all'impresa di distinguersi dai suoi concorrenti e di conseguire non occasionalmente una redditività di livello superiore vengono riassunte dall'autore con il termine di patrimonio strategico. Egli sottolinea come il concetto di creazione di valore rappresenti la misura economica del patrimonio strategico. In particolare, quest'ultimo risulta composto da due macro variabili, ulteriormente distinte in alcune categorie di risorse elementari. Nello specifico l'autore identifica ad un primo livello:

- il capitale relazionale, che esprime la forza competitiva di cui è dotata l'impresa in funzione della fiducia e della reputazione di cui gode nei confronti degli stakeholder più rilevanti. Esso costituisce pertanto una risorsa esterna che può essere riassunta nella capacità dell'impresa di attrarre, soddisfare e trattenere il sostegno di clienti, talenti, partner, fornitori, finanziatori ed istituzioni. Il capitale relazionale deve essere misurato attraverso parametri capaci di dare segnali quantitativi coerenti con questa definizione quali indici di fedeltà dei clienti, quota di mercato, differenze di remunerazione rispetto al mercato, ...;
- il capitale strutturale, che esprime la capacità dell'impresa di gestire a livello di eccellenza i processi chiave che compongono la catena del valore. Esso costituisce un capitale di competenze interne che esprime se e quanto l'impresa sa fare meglio dei suoi concorrenti. L'autore sottolinea come le misure più appropriate ad esprimere la consistenza di tale variabile vadano ricercate in indicatori di efficacia e/o di competenza dei processi di innovazione, di trasformazione, di marketing e di supporto.

Il modello proposto evidenzia come sia il capitale relazionale che il capitale strutturale traggano il proprio sostegno da un insieme di risorse elementari, definite di secondo livello, che possono essere raggruppate:

- nel capitale umano, consiste nell'insieme di capacità, di potenziale e di forza motivazionale di cui sono portatrici le persone chiave che operano nell'impresa;
- nel capitale organizzativo, identificabile nel sapere presente e radicato nell'organizzazione;
- nel capitale immateriale, corrispondente alle risorse dell'impresa protette legalmente o di fatto quali marchi, brevetti, licenze, concessioni, ...;
- nel capitale tangibile, che fa riferimento a quelle risorse fisiche che concorrono a determinare un differenziale competitivo o che contengono opzioni reali, in quanto dotate di risorse di cui l'impresa potrebbe approfittare per sviluppare nuove opportunità di business in condizioni di vantaggio competitivo.

Donna sottolinea come per creare valore le imprese debbano massimizzare il proprio patrimonio strategico orientando in questo senso l'azione direzionale. In particolare si identificano strategie di rafforzamento del patrimonio strategico, di miglioramento della redditività del patrimonio strategico, di qualificazione del patrimonio strategico, di valorizzazione delle opzioni contenute nel patrimonio strategico e di cessione del patrimonio strategico.

Variabile	Descrizione
Autore	Donna
Obiettivo	Apprezzare le relazioni che intercorrono tra la dotazione di risorse chiave per l'acquisizione di vantaggi competitivi e la creazione di valore economico
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Capitale relazionale Capitale strutturale
Determinanti di secondo livello del valore aziendale	Capitale umano Capitale organizzativo Capitale immateriale Capitale tangibile
Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	Misure finanziarie Misure non finanziarie

Il modello dell'“Approccio Cognitivista alla Valutazione d'Azienda”

Proposto da F.Trequatrinì all'inizio del 2004 [Trequatrinì, 2004], il modello dell'“Approccio Cognitivista alla Valutazione d'Azienda” si pone l'obiettivo di evidenziare i rischi di errori sistematici collegati alla valutazione. In particolare, la modellizzazione propone una rappresentazione multidimensionale attraverso la quale analizzare sia il valore aziendale sia i rischi cognitivi (euristiche, bias, ...) collegati alla valutazione

delle aziende. Nello specifico il modello evidenzia come il valore aziendale sia determinato:

- dai flussi di risultato prodotti dall'impresa;
- dalla rischiosità collegata agli stessi flussi di risultato.

Nel processo di determinazione e di valutazione di tali variabili tuttavia, il soggetto misuratore può incorrere in alcuni errori sistematici di valutazione. L'autore sottolinea infatti che in un ambiente dominato da elevata incertezza le teorie tradizionali non sembrano in grado di valorizzare a pieno le opportunità insite in talune tipologie di investimento, né i rischi collegati ad eventuali sovra/sottovalutazioni della reale rischiosità degli investimenti. Utilizzando gli sviluppi proposti dalle scienze cognitive l'autore propone di:

- analizzare le caratteristiche personali del management e/o del soggetto valutatore;
- individuare gli obiettivi alla base del processo decisionale;
- riconoscere le prospettive che indirizzano l'azione del management e/o del soggetto valutatore;
- approfondire le caratteristiche dell'ambiente all'interno del quale le decisioni di investimento vengono prese.

In particolare l'autore propone di analizzare approcci quali L'albero delle decisioni e la teoria delle opzioni reali al fine di valutare l'impatto della variabile cognitiva sulle opportunità e sulla rischiosità di un progetto di investimento.

Variabile	Descrizione
Autore	Trequattrini
Obiettivo	Evidenziare i rischi di errori sistematici collegati alla valutazione degli investimenti in generale e d'azienda in particolare
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Flussi di risultato Rischiosità
Determinanti di secondo livello del valore aziendale	Caratteristiche personali del soggetto valutatore Obiettivi alla base del processo decisionale Prospettive che indirizzano l'azione del soggetto valutatore Caratteristiche dell'ambiente all'interno del quale le decisioni di investimento vengono prese
Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	Misure finanziarie Misure non finanziarie Approccio narrativo

Il modello di “Valutazione Orientato al Governo dell’Azienda”

Proposto da U.Bocchino [Bocchino, 2004], il modello di “Valutazione Orientato al Governo dell’Azienda” si pone l’obiettivo di fornire una visione preliminare dello scenario cognitivo che accompagna i processi di valutazione d’azienda. L’autore intende quindi

presentare una sorta di schema di analisi per approssimarsi al valore. La modellizzazione proposta evidenzia una possibile stratificazione del concetto di valore e introduce il concetto di:

- valore affettivo, riferito alla componente emotiva e percettiva del soggetto valutatore;
- valore della responsabilità sociale, evidenziando la necessità di inserire nei processi di valutazione del capitale economico l'impatto sociale dell'attività d'impresa.

Analizzando il valore del capitale economico inteso in senso stretto l'autore evidenzia come esso sia determinato ad un primo livello:

- dal capitale intellettuale, inteso come competenze, capacità dell'individuo che costituiscono la componente fondamentale del valore;
- dalla strategia aziendale, intesa come assets intangibile alla base dei processi di produzione del valore economico.

Nello specifico alla base di queste due dimensioni l'autore riconosce sei variabili essenziali:

- le posizioni di costo dell'impresa, attraverso le quali si individuano i percorsi e le procedure in termini di strategia che generano quelle sinergie utili per ottenere l'ottimizzazione delle prassi generatrici dei vantaggi di leadership di costo;
- le posizioni di differenziazione, attraverso le quali si individuano le caratteristiche del prodotto servizio soddisfatte e/o non soddisfatte dall'offerta dell'impresa;
- le posizioni di qualità, attraverso le quali si verifica il reale livello di qualità raggiunto attraverso un processo di customer satisfaction. In questo senso l'autore propone di realizzare un monitoraggio dei processi aziendali che generano la qualità non soddisfatta cercando di disegnare percorsi e procedure che ne consentano il reale raggiungimento;
- il livello di competenze del management e del personale, analizzato attraverso la capacità creativa, le capacità intuitive, il livello di soddisfazione. Questa variabile viene definita come l'elemento centrale per la generazione di vantaggi competitivi di costo, di differenziazione o di qualità;
- la situazione finanziaria, attraverso la quale si individuano le risorse disponibili per determinare quelle complessivamente necessarie per sostenere i percorsi scelti;
- i benchmarks e la flessibilità al cambiamento, attraverso la quale si riconosce il posizionamento competitivo dell'impresa e l'abilità della stessa a modificare la propria condizione.

Variabile	Descrizione
Autore	Bocchino
Obiettivo	Fornire una visione preliminare dello scenario di logica in cui il valutatore

	deve calarsi
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Capitale intellettuale Strategia aziendale
Determinanti di secondo livello del valore aziendale	Posizioni di costo Posizioni di differenziazione Posizioni di qualità Livello di competenze Situazione finanziaria Flessibilità al cambiamento
Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	Misure finanziarie Misure non finanziarie Approccio narrativo

Il modello dell' "Investment Flabes"

Proposto da A.Damodaran [Damodaran, 2004], il modello dell' "Investment Flabes" vuole offrire al management uno schema concettuale per la massimizzazione del valore aziendale. In particolare il modello individua come determinanti del valore aziendale:

- le investment decision, collegate ai caratteri di rischiosità e remunerazione attesa dall'investimento o dall'impresa;
- le financial decision, collegate alle scelte di carattere finanziario intraprese dal management quali la scelta della struttura finanziaria e del livello di dividendo da distribuire alle imprese.

In questo senso l'impianto metodologico evidenzia una forte attenzione ai collegamenti esistenti tra le investment decision e le financial decision. Nella prospettiva dell'autore il modello proposto fornisce un framework concettuale applicabile a tutte le decisioni di investimento alla base del quale si trovano i caratteri di:

- riskness dell'impresa, inteso come il livello di rischiosità dell'impresa;
- magnitudo and timing of results, intesa come dimensione dei flussi di ritorno dagli investimenti e collocazione temporale degli stessi;
- financial structure, intesa come configurazione della struttura finanziaria in termini di incidenza dei finanziamenti a titolo di prestito e a titolo di capitale di rischio;
- dividend structure, intesa come scelta del tasso di dividendo da concedere agli investitori.

Le diverse variabili vengono analizzate attraverso modelli multidimensionali. In particolare, la riskness dell'impresa viene analizzata attraverso un insieme di misure volte ad a determinare il livello di rating, mentre la magnitudo e il timing dei risultati vengono analizzati ricorrendo a misure variegata quali ROE, EVA,

Quanto affermato viene sintetizzato nella tabella sotto riportata.

Variabile	Descrizione
-----------	-------------

Autore	Damodaran
Obiettivo	Offrire al management uno schema concettuale per la massimizzazione del valore aziendale
Determinanti di primo livello del valore aziendale	Investment decisions Financial decisions
Determinanti di secondo livello del valore aziendale	Riskness Magnitudo and timing of results Financial structure Dividend structure
Sistema di misure delle determinanti di primo e secondo livello	Misure finanziarie

2.5 Riepilogo

Variabili	Contenuti
Studi sul valore	Grande intensità di produzione sia nel secolo precedente sia nel nuovo secolo Dottrina e prassi
Periodi fondamentali	I primi studi intorno al valore economico. Il valore economico prima degli sviluppi della moderna teoria finanziaria Gli studi della moderna teoria finanziaria. Il valore economico come perno della moderna teoria finanziaria Gli studi centrati sui "Value Based Management Systems". Il valore economico come perno di una prospettiva integrata di misurazione e di gestione
Approcci unidimensionali	Periodo: inizio Novecento e inizio nuovo Millennio Focus: valore inteso come grandezza sintetica espressiva del successo e insuccesso dell'azienda; valore come misura; valore per misurare Principali studi: Tobin [1951]; Solomons [1973]; Anthony [1973]; Viel, Bredt, Renard [1973]; Rappaport [1987]; Guatri [1991, 1993]; Stewart [1991]; McTaggart, Kontes, Mankins [1994]; Madden [1996]; Ottosson, Weissenrieder [1996]; Bacidore, Boquist, Thakor, Milbourn [1997]; Donna [1999]; Luthy, Stewart [1997]
Approcci multidimensionali	Periodo: ultimo Ventennio-Trentennio Focus: valore inteso come grandezza sintetica espressiva del successo e insuccesso dell'azienda e determinanti; valore come misura e metodo; valore per misurare e governare Principali studi: Copeland, Koller, Murrin [1990]; Lynch, Cross [1991]; Kaplan, Norton [1992, 1993, 1996]; Boeri, Giaroli [1992]; Olivotto [1995, 1997, 2000]; Copeland, Koller, Murrin [1994], Stewart, Copeland, Koller, Murrin [1994]; Edvinsson, Malone [1997, 2001]; Haanes, Lowendhal [1997]; Sveiby [1997]; Wright, Keegan [1997]; Black, Wright, Bochman [1998]; Andersen, McLean [1999], D'Egidio [1999, 2001, 2003]; Donna [1999, 2002, 2003]; Lev [1999, 2000]; Guatri, Sicca [2000]; Buttignon [2001], Damodaran [2001, 2005]

