

La valutazione delle imprese industriali: alcune riflessioni alla luce del pensiero di Marenghi

G. Azzone*

1. Premessa

La teoria della valutazione delle imprese industriali è stata oggetto, negli anni recenti, di un ampio dibattito critico. In particolare, è stata messa in discussione la validità del ricorso ai metodi di tipo tradizionale per la valutazione di imprese operanti in contesti "innovativi" - caratterizzati cioè da una limitata prevedibilità del futuro e da una elevata complessità gestionale - e sono stati suggeriti metodi di stima alternativi.

Questo lavoro si propone di riassumere le linee essenziali del dibattito recente, alla luce di alcune riflessioni stimulate dalla lettura di *Lezioni di Estimo* di Ernesto Marenghi.

Il lavoro si articola in tre paragrafi principali, relativi rispettivamente a:

- il richiamo degli approcci tradizionali alla valutazione delle imprese industriali (paragrafo 2);
- l'esplicitazione dei principali limiti che caratterizzano tali approcci in contesti innovativi (paragrafo 3);
- l'analisi delle proposte più recenti in tema di valutazione di impresa (paragrafo 4).

2. Gli approcci tradizionali

I metodi tradizionalmente impiegati nella valutazione delle aziende industriali possono essere classificati in due grandi categorie.

Gli *approcci patrimoniali* o *sintetici*, in cui il valore dell'impresa viene stimato sulla base dei valori dei beni che ne costituiscono il patrimonio. Operativamente, nell'approccio patrimoniale, il valore dell'azienda viene determinato come differenza tra il valore dei

* Prof. Ordinario di Sistemi di Controllo di gestione nel Politecnico di Milano

singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale (cfr., ad esempio, Guatri, 1990). Le poste vengono rettificate, in modo da sostituire il valore registrato a bilancio con quello corrente.

Nella forma più semplice e più diffusa (metodo patrimoniale semplice), vengono contabilizzati esclusivamente i beni di carattere materiale, trascurando quindi tutte le "risorse intangibili", quali marchi, brevetti, specifiche competenze tecnologiche. I metodi patrimoniali di tipo complesso aggiungono alla valutazione dei beni materiali anche una stima del valore dei beni immateriali, ottenuta attraverso metodi di valutazione analitica (valore residuo dei costi sostenuti, costo di riproduzione, attualizzazione dei redditi differenziali generati da tali beni) o empirica (con riferimento ad alcuni parametri critici della specifica tipologia di azienda che viene valutata e ai prezzi di mercato di beni simili).

Negli approcci *reddituali* e *finanziari*, il valore viene determinato in modo analitico, sulla base dei flussi futuri che l'impresa genererà agli azionisti. L'opportunità di riferirsi al cash flow (metodi finanziari), piuttosto che al reddito (metodi reddituali), ha costituito, negli anni recenti, oggetto del contendere tra la "tradizione" italiana e il pensiero anglosassone su cui non è il caso di insistere in questa sede. Ai nostri fini, ambedue gli approcci sono esprimibili secondo la relazione (1):

$$V = \sum_0^{\infty} \frac{FF(t)}{(1+k)^t} \quad (1)$$

dove:

FF(t) rappresenta il cash flow netto (nei metodi finanziari) o il reddito netto (nei metodi reddituali) nell'anno t; k, il tasso di sconto, corrisponde al costo del capitale.

La (1) può essere anche espressa in forma differente, suddividendo l'orizzonte temporale in due intervalli, il primo compreso tra l'istante 0 e un generico istante T, l'altro tra T e l'infinito. Si ottiene allora:

$$V = \sum_0^T \frac{FF(t)}{(1+k)^t} + \frac{VT(T)}{(1+k)^T} \quad (2)$$

dove:

VT(T) costituisce la somma scontata di tutti i flussi nel periodo che va dall'istante T+1 all'infinito. In termini teorici, quindi, la (1) e la (2)

coincidono; tuttavia, la (2) può essere utilizzata per identificare due differenti termini nel calcolo della creazione di valore economico. Il primo è relativo all'intervallo di tempo in cui è possibile calcolare in modo puntuale i flussi generati annualmente dall'impresa; il secondo fa riferimento al periodo successivo, in cui la bassa prevedibilità del futuro porta a sostituire la valorizzazione puntuale dei flussi finanziari annui con una loro misura sintetica, il "valore terminale".

Evidentemente, dove l'impresa sia in grado di conoscere correttamente, o perlomeno ragionevolmente, i differenti progetti in cui sono impegnate le proprie risorse e la relativa profittabilità, è preferibile determinare in modo puntuale il valore del singolo flusso finanziario/reddito, così da aumentare la precisione della valutazione e la possibilità di controllo dei risultati. Dove invece una valutazione realistica del flusso finanziario annuo non sia possibile, è necessario ricorrere alla misura sintetica, pur sicuramente meno precisa.

3. I limiti degli approcci tradizionali

Come ricordato in precedenza, gli approcci tradizionali hanno ricevuto, negli anni recenti, numerose critiche, rivolte sia alle caratteristiche intrinseche alle tecniche tradizionali che al modo in cui queste vengono applicate.

Due problemi, in particolare, meritano di essere evidenziati:

- la difficoltà di valutare gli effetti di "integrazione";
- l'orientamento al passato piuttosto che al futuro.

3.1. *La difficoltà di valutare gli effetti di integrazione*

Un possibile compratore è disposto ad acquistare un bene industriale a prezzi diversi, a seconda delle sinergie che tale bene consente di realizzare con le altre risorse a disposizione dell'acquirente. E' necessario, quindi, valutare un'impresa evidenziando le sinergie esistenti tra le diverse parti che la compongono, da un lato, e tra queste e le altre attività dell'acquirente potenziale, dall'altro.

Gli approcci tradizionali, però, dedicano alle sinergie un'attenzione eccessivamente contenuta.

Nei metodi patrimoniali, in particolare, il valore dell'impresa viene determinato come "somma" del valore dei singoli beni che la compongono, trascurando le stesse interdipendenze tra le diverse

risorse a disposizione dell'impresa. E' una critica, questa, che già fu rivolta all'approccio per Valori Tipici del Marengi, e che risulta particolarmente pesante nel caso di valutazione di beni ad elevata complessità strutturale e gestionale, come le imprese industriali operanti in contesti innovativi.

I metodi reddituali e finanziari risultano, da questo punto di vista, teoricamente preferibili, poiché redditi e flussi finanziari futuri dipendono dalla capacità di gestire in modo integrato le risorse dell'impresa. Tuttavia, nella loro applicazione operativa, si tende spesso a trascurare la sinergia tra l'attività attuale dell'impresa e quelle del potenziale compratore, in termini di condivisione di risorse produttive e canali commerciali o complementarietà esistenti tra i singoli business.

Non è sicuramente un problema nuovo, se lo stesso Marengi recitava: "La ricerca estimativa deve assumere come base della valutazione, non il beneficio fondiario attuale, ma quello in potenza" (Lezioni di Estimo, p. 70); la sua lezione viene però spesso dimenticata, per una malintesa ricerca di oggettività e neutralità della valutazione.

3.2. *L'orientamento al passato*

Il secondo problema è legato all'"orientamento al passato" delle valutazioni tradizionali. Nel caso delle stime patrimoniali, si fa riferimento al valore dei beni che l'impresa ha acquistato o generato, prescindendo da ciò che tali beni saranno in grado di fornire nel futuro.

I metodi reddituali e finanziari, al contrario, almeno apparentemente sono orientati al futuro, poiché la loro implementazione richiede una stima dei risultati dell'impresa su un arco di tempo teoricamente infinito. Tuttavia, il desiderio di riferirsi a parametri di tipo oggettivo spinge frequentemente a stimare i risultati futuri dell'impresa come proiezione di quelli passati, quando non a considerarli addirittura costanti.

La scorrettezza di questo approccio, in particolare in contesti dinamici, è ancora una volta ben sottolineata dal Marengi che, criticando l'uso generalizzato di dati passati per la stima del futuro, e riferendosi a un periodo forse meno dinamico di quello attuale, sottolinea "Anzi, ne' periodi storici di spiccato dinamismo economico (esempio, quello attuale) si deve: o restringere il calcolo della

media a pochi anni, o sostituire, addirittura, questa con una media presunta ad impressione, stabilita in base alle condizioni speciali del periodo medesimo, che si attraversa" (op. cit., p. 66).

4. Gli approcci non convenzionali

L'inadeguatezza dei metodi di valutazione "tradizionali" in contesti complessi e dinamici ha spinto alla ricerca di approcci diversi alla valutazione. Tali approcci si propongono:

- nel caso di contesti competitivi complessi, di agevolare la comprensione dei fattori che "giustificano" il valore economico potenziale di un'impresa;
- in presenza di contesti dinamici e poco prevedibili, di sviluppare modalità sintetiche di misura, che costituiscano proxies ragionevoli del valore economico.

4.1 Il Pentagono del valore

Un approccio che ha trovato spazio nella lettura e nella pratica è il Pentagono del valore, sviluppato dalla Mc Kinsey (Copeland, Koller e Murrin, 1990). Il Pentagono del valore identifica le opportunità che un'impresa ha di creare valore economico sulla base di un'analisi articolata in quattro fasi sequenziali (fig. 1).

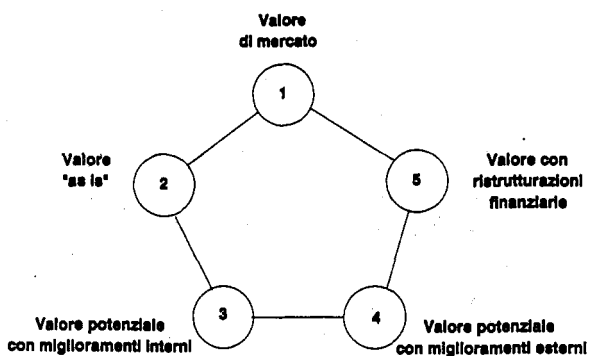


Figura 1: Il Pentagono del valore

La prima fase consiste nell'analisi dell'andamento dell'impresa "as is", ipotizzando cioè che nel futuro l'impresa mantenga la strate-

gia competitiva attuale, in termini di prodotti-mercato serviti, di posizionamento rispetto ai concorrenti in ciascun prodotto-mercato e di attività specifiche svolte. Sulla base di tale ipotesi vengono stimati i bilanci prospettici degli esercizi successivi.

Successivamente, vengono analizzate le eventuali opportunità di miglioramento interno, ottenibili cioè attraverso una modifica delle strategie a livello di singola Business Unit. In particolare, si fa riferimento:

- a programmi che modificano il posizionamento competitivo delle singole linee di prodotto dell'impresa sul mercato, in termini di ampiezza della gamma, servizio, tempo di risposta al mercato o qualità dei prodotti;

- a programmi che incidono sull'efficienza interna dell'impresa, riducendo l'intensità dei costi;

- a programmi che consentono di incrementare la flessibilità dell'impresa a variazioni qualitative e quantitative della domanda.

Anche in questo caso, si costruiscono bilanci prospettici corrispondenti alle diverse alternative; a partire da tali dati, viene stimato il massimo valore economico ottenibile tramite soli interventi di miglioramento interno.

Questa fase della valutazione consente un miglioramento della completezza dell'analisi, poiché si tiene conto di un insieme più ampio di opportunità rispetto al semplice mantenimento del posizionamento attuale, compensata però da costi maggiori e da una più ridotta precisione rispetto allo stadio precedente, poiché è complesso prevedere le effettive conseguenze di un riposizionamento strategico dell'impresa.

La terza fase consiste nell'analizzare anche le opportunità di miglioramento esterne, associate, cioè ad acquisizioni o a dismissioni di un business o di una sua parte; anche in questo caso, si amplia la completezza dell'analisi a scapito di una minore precisione.

Ad esempio, le prestazioni di un'azienda oggetto di acquisizione sono strettamente dipendenti dalla successiva fase di integrazione della stessa con l'impresa acquirente. Si pensi ad una grande impresa burocratica che ne acquisisce una più piccola; il funzionamento di quest'ultima cambia radicalmente per effetto dell'acquisizione, a causa della inevitabile perdita di capacità imprenditoriali compensata da una parallela crescita delle risorse manageriali. Diviene quindi difficile stimare correttamente i bilanci prospettici dell'impresa acquisita.

Analogamente, la cessione di un business modifica sostanzialmente i rapporti di potere tra i diversi componenti del vertice aziendale, quindi può in genere essere implementata solo dopo un processo, più o meno articolato, di negoziazione. Nella valutazione degli effetti delle dismissioni sarà dunque necessario tenere conto esplicitamente della fase di transitorio, le cui implicazioni e la cui durata non sono del tutto prevedibili.

Infine, nella quarta ed ultima fase del pentagono del valore si analizzano gli effetti delle ristrutturazioni finanziarie. Al variare della struttura di indebitamento, in particolare, può mutare il costo del capitale investito, sia per la diversa composizione del capitale, sia per il differente rischio percepito dagli investitori.

4.2.1 Le posizioni strategiche

Il pentagono del valore aiuta il valutatore a comprendere quali interventi potrebbero migliorare la posizione reddituale dell'impresa. Esso presuppone, tuttavia, che l'impresa sia in grado di determinare i diversi comportamenti possibili e di stimare correttamente quale alternativa strategica sia preferibile rispetto all'obiettivo di creare valore economico. Con riferimento alla (2), il pentagono del valore assume, in pratica, che l'orizzonte temporale T caratterizzato da elevata prevedibilità sia sufficientemente ampio.

Al crescere dell'incertezza ambientale, può accadere invece che il valore dell'impresa dipenda principalmente dal suo "valore terminale", cioè dai flussi, finanziari o reddituali, che l'impresa sarà in grado di generare in un contesto ambientale non completamente prevedibile a priori. In questo senso, il valore dell'impresa dipenderà dalla sua capacità di modificare l'insieme dei prodotti/servizi realizzati per le proprie modalità operative, coerentemente con l'evoluzione del contesto, introducendo progetti innovativi interessanti ed eliminando rapidamente progetti ormai obsoleti.

Nella letteratura, per valorizzare questa capacità gestionale dell'impresa si fa riferimento normalmente al concetto di "opzioni strategiche"; in pratica, l'impresa valorizza la possibilità di potere impiegare le proprie risorse in progetti diversi da quelli attuali, destinati nel futuro a creare valore economico. Secondo questo modo di procedere, coerente con le caratteristiche dei contesti turbolenti, il valore terminale dell'impresa coincide con il valore di tutte le opzioni di cui essa dispone al termine dell'orizzonte di prevedibilità.

Il termine opzioni strategiche, proposto inizialmente da Kester (1984, 1986) e oggi di uso comune, deriva dalle analogie esistenti tra i progetti potenziali e le opzioni per l'acquisto di titoli azionari (tabella 1). Le opzioni azionarie, infatti, consistono nel diritto di acquistare, nel futuro, un'azione a un prezzo prefissato; alla scadenza dell'opzione, l'acquisto verrà effettuato realmente solo se il prezzo di mercato dell'azione sarà superiore rispetto a quello prefissato. Analogamente, tramite le opzioni strategiche un'impresa dispone della possibilità di implementare un progetto; la vera e propria implementazione avverrà solo se, al momento di prendere la decisione, le condizioni di mercato renderanno tale scelta vantaggiosa.

Opzioni strategiche	Opzioni azionarie
Investimento aggiuntivo	Prezzo di esercizio dell'opzione
Valore attuale dei flussi di cassa attesi dall'investimento aggiuntivo	Prezzo dell'azione
Periodo di tempo che intercorre prima che scompaia l'opportunità di investimento	Durata dell'opzione

Tabella 1 - Corrispondenza tra opzioni strategiche e opzioni azionarie (fonte: Azzone, 1994).

Le figure 2 e 3 evidenziano il vantaggio che nasce dalla possibilità di dilazionare la decisione di implementare o meno i progetti. Si ipotizzi ad esempio che il Valore Presente di un "progetto potenziale" (PV) sia distribuito come in figura 2, e che l'investimento aggiuntivo necessario per l'implementazione operativa del progetto sia I_a . Il progetto verrà introdotto solo se, al momento di prendere la deci-

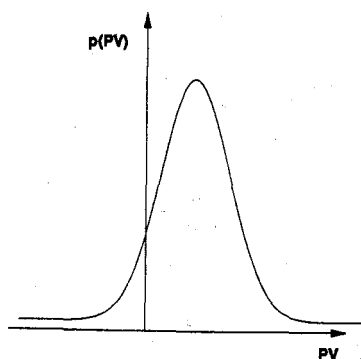


Figura 2: Distribuzione teorica del PV

sione, le condizioni ambientali faranno ritenere che il valore effettivo del PV sarà superiore rispetto all'investimento addizionale; in caso contrario, il progetto di investimento non verrà implementato, evitando così di incorrere in una perdita. Di conseguenza, la vera distribuzione di probabilità della creazione di valore economico consentita dal progetto assume la forma di figura 3. In pratica, la possibilità di dilazionare l'investimento consente di eliminare la coda negativa della distribuzione¹.

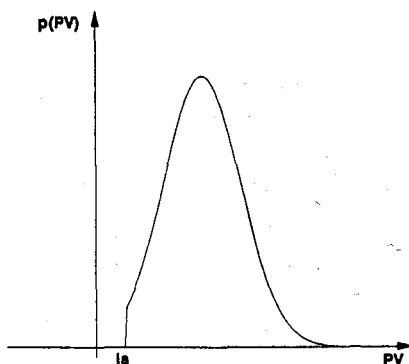


Figura 3: Distribuzione teorica del PV

4.2.2 La valorizzazione delle opzioni strategiche

Diversi approcci sono stati suggeriti per la valorizzazione delle opzioni strategiche, sfruttando anche le similitudini esistenti con le opzioni azionarie, sulle quali esiste una vasta letteratura; tra essi, quello più praticabile consiste nell'adattamento del metodo dell'albero delle decisioni².

1) In realtà il ragionamento è corretto solo se al momento di prendere la decisione l'impresa conoscerà esattamente il valore dei flussi di cassa consentiti dal progetto, come nel caso di opzioni azionarie. In generale l'incertezza non sarà annullata ma semplicemente ridotta, quindi la dilazione dell'investimento non elimina la coda negativa della distribuzione ma si limita a ridurla.

2) Altri approcci per la valorizzazione delle opzioni strategiche sono riportati, ad esempio, in Mc Donald e Siegel (1986), Triantis e Hodder (1990), Azzone e Bertelè (1992). I metodi suggeriti, tuttavia, appaiono difficilmente applicabili nella pratica, per la mole delle informazioni necessarie, peraltro spesso difficilmente reperibili e stimabili, e per l'elevata complessità analitica.

- In particolare:
- i. si stima l'entità dell'investimento necessario per l'implementazione effettiva del progetto;
 - ii. si definisce l'insieme dei possibili scenari che possono influenzare la decisione di esercitare o meno l'opzione di investimento;
 - iii. per ciascuno scenario, viene definita la probabilità di accadimento e viene stimata la somma scontata dei flussi di cassa relativi;
 - iv. il valore dell'opzione, all'anno T in cui può venire esercitata, viene calcolato come:

$$\sum_{i=1}^N \max(PV_i(T), I, 0) * p_i \quad (3)$$

dove:

- N = numero degli scenari possibili;
 p_i = probabilità che si verifichi lo scenario i-esimo;
 PV_i = valore presente netto (all'istante T) dei flussi di cassa/redditi generati dall'esercizio dell'opzione nel caso si verifichi lo scenario i-esimo;
 I = entità dell'investimento necessario per esercitare l'opzione;
 T = istante in cui si decide se esercitare o meno l'opzione.

Il "valore terminale" dell'impresa viene quindi determinato come somma dei valori, attualizzati, delle opzioni strategiche a disposizione dell'impresa.

4.3. La misura del valore delle risorse

Nel caso l'incertezza ambientale non consenta neppure di stimare le probabilità degli scenari futuri in cui l'impresa sarà chiamata ad operare, è necessario ricorrere a una misura indiretta, sintetica, del valore. Si misura, cioè, lo "stato delle risorse critiche dell'impresa", cercando di cogliere le potenzialità che queste hanno di supportare l'individuazione e l'eventuale implementazione di progetti innovativi. I valori così ottenuti possono essere poi impiegati per sintetizzare un valore complessivo dell'impresa.

In termini operativi, questo approccio richiede tre passi:

- l'individuazione delle risorse critiche;
- la misura dello stato delle risorse;
- la sintesi del valore economico.

L'individuazione delle risorse critiche.

Nel caso più generale, le risorse critiche dell'impresa comprendono:

- risorse finanziarie;
- risorse tecnologiche;
- risorse umane;
- immagine.

A queste deve essere aggiunta una quinta classe di indicatori, connessi all'"integrazione", cioè alla capacità di gestire in modo integrato differenti risorse. Da questo elenco, del tutto generale, deve essere derivato l'insieme delle specifiche risorse critiche per le singole imprese oggetto di valutazione; il procedimento può comportare:

- l'eliminazione di alcune macro-risorse (ad esempio, si possono evitare misure relative all'innovazione tecnologica nelle imprese commerciali, quando se ne ritenga trascurabile l'effetto);

- la specificazione di alcune macro-risorse (è il caso di situazioni in cui la criticità delle risorse umane riguardi solo alcune competenze specifiche); o

- un'ulteriore disaggregazione delle macro-risorse (ad esempio, l'innovazione tecnologica può essere distinta in competenze relative a specifiche tecnologie critiche).

Diversi autori hanno suggerito approcci sia concettuali che operativi per determinare lo specifico set di risorse/competenze "chiave"³ di una singola impresa, partendo da un'analisi dei suoi fattori critici di successo⁴.

La misura dello stato delle risorse.

Ciascuna risorsa critica deve essere caratterizzata da tra tipi di misure, relative rispettivamente alla quantità, alla qualità e all'accessibilità della stessa. Oltre che dalla quantità delle risorse disponibili, infatti, le prestazioni di un'impresa nel lungo periodo dipendono in generale dalla loro qualità (ad esempio, dalla disponibilità di risorse umane particolarmente qualificate) e dalla possibilità di accedere al mercato, a condizioni favorevoli, per approvvigionarsi ulteriormente (accessibilità).

3) Si parla normalmente di core competence, cfr. Prahalad e Hamel (1989).

4) Cfr. Shoemaker (1992), De Vasconcellos e Hambrick (1989), Irvin e Michaels (1989).

Per la misura di quantità, qualità e accessibilità delle risorse critiche, esemplificata senza alcuna pretesa di generalità in tabella 2, si può ricorrere a:

- indicatori di tipo finanziario; è il caso del rapporto di indebitamento⁵, che nell'esempio è utilizzato come indicatore dell'accessibilità a nuove forme di finanziamento;

- indicatori di tipo quantitativo, ma non finanziario; ad esempio, il numero di dipendenti diplomati può caratterizzare la qualità delle risorse umane;

- indicatori di tipo qualitativo, come il giudizio, espresso in termini verbali, sulla reputazione dell'impresa.

Risorse critiche	Misure di qualità	Misure di quantità	Misure di accessibilità
R.&S	Valore medio dei brevetti	Numero di brevetti	Numero di joint ventures
Tecnologia di produzione	Riduzione dei tempi di attraversamento	Capacità produttiva	Capacità produttiva insatura
Immagine	Survey di opinioni sulla reputazione dell'impresa	Spese di marketing	Giudizio qualitativo
Personale e organizzazione	Numero di diplomati e laureati Tasso di turnover	Numero di dipendenti	Scolarità nell'area
Denaro	Costo medio dei debiti	Posizione finanziaria netta	Leva finanziaria
Integrazione	Time to market	Numero di teams interfunzionali	Giudizio qualitativo

Tabella 2 - Un esempio di misure dello stato delle risorse critiche (fonte: Azzone, 1994).

E' in generale preferibile utilizzare indicatori di carattere quantitativo, per rendere più agevole il controllo dello stato delle risorse; quando ciò non sia possibile, perché la grandezza analizzata costituisce la sintesi di un numero elevato di misure elementari o perché intrinsecamente non quantificabile, si dovrà comunque ricorrere a valutazioni di carattere qualitativo, per evitare di ignorare le informazioni non facilmente misurabili in modo oggettivo. Le valutazioni qualitative rendono difficile il controllo "oggettivo" delle prestazioni dell'impresa, ma possono comunque supportare il management in fase di autocontrollo delle proprie prestazioni.

5) Il rapporto di indebitamento, pari al rapporto tra debiti finanziari e mezzi propri, rappresenta una misura classica del rischio finanziario, quindi della possibilità di accedere ad ulteriori finanziamenti.

La sintesi del valore finale.

Le diverse misure dello stato delle risorse possono poi essere sintetizzate in una stima complessiva del valore dell'impresa. In figura 4, vengono richiamati i principali strumenti utilizzabili e le relative condizioni di impiego, sulla base di due parametri:

- la tipologia di misure disponibili (qualitative o quantitative);
- la "specificità" dell'impresa, cioè la difficoltà di individuare un numero sufficientemente elevato di imprese simili a quella in oggetto dal punto di vista della struttura interna e del posizionamento competitivo esterno.

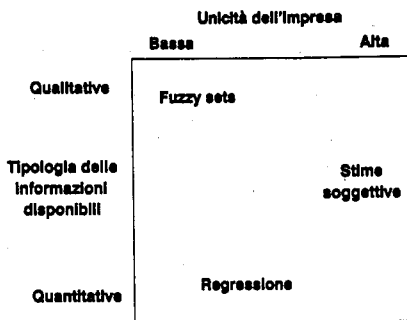


Figura 4: La sintesi del valore

Quando la specificità dell'impresa è bassa, è possibile individuare la correlazione tra stato delle risorse e valore economico sulla base di un confronto con i valori che tali grandezze assumono nelle diverse realtà comparabili con quella in esame.

Se le informazioni sono di tipo quantitativo, il riferimento più tipico è alle tecniche di regressione e a strumenti come il PIMS⁶, cioè a basi di dati di grandi dimensioni, contenenti un vasto insieme di informazioni. Occorre però ricordare come i modelli di regressione siano basati su dati "storici"; i valori ottenuti attraverso di essi possono quindi al più rappresentare un'indicazione di partenza, sulla base della quale il management dell'impresa dovrà costruire autonomamente la propria valutazione, e non certo una stima da utilizzare in modo meccanico.

6) Cfr. Buzzell e Gale (1987).

Nel caso di informazioni di carattere qualitativo, si può ricorrere alla teoria dei fuzzy sets, in cui si cerca di tradurre, tramite algoritmi opportuni, le valutazioni qualitative del management, espresse in termini verbali, in un giudizio sintetico, espresso ancora in forma verbale o in forma quantitativa⁷.

Infine, se l'impresa presenta forti specificità, tocca al management cercare di sintetizzare in modo soggettivo, una stima del valore economico a partire dalla semplice analisi dello stato delle risorse dell'impresa.

5. La rinuncia a una stima "oggettiva"?

La presentazione, forzatamente sintetica, delle linee di ricerca più recenti nel campo della valutazione di impresa obbligano a qualche considerazione finale. Evidentemente, le tecniche proposte mirano a una valutazione più "completa" dell'azienda, in grado di comprendere le sue potenzialità di creare reddito nel lungo periodo. D'altra parte, esse presentano dei problemi di stima sicuramente superiori ai metodi tradizionali.

Da questo punto di vista, si può sottolineare una sorta di paradosso della valutazione di impresa in contesti innovativi. Da un lato, al crescere della turbolenza del contesto diventa sempre più necessario il ricorso a un'ottica di lungo periodo, ad una valutazione esplicita delle opportunità e dei rischi competitivi dell'impresa. Dall'altro, al crescere della dinamica ambientale, è sempre più complesso stimare puntualmente le implicazioni di lungo periodo delle decisioni di un'impresa.

Il rischio a tecniche non convenzionali richiede in particolare, implicitamente, la rinuncia a una valutazione "oggettiva" del valore di un'impresa. A nostro avviso, peraltro, tale rinuncia non deve essere eccessivamente rimpianta, in quanto non fa altro che rendere evidente una naturale mancanza di oggettività della valutazione. Per ritornare al Marengi "In verità, colui che si accinge a fare opera di stima deve - in ultima istanza - formulare dei giudizi di valore. Ma un giudizio qualsiasi di valore - per quanto abbia la sua base in ricerche obiettive - è sempre un atto dello spirito, nel quale si riflette, necessariamente, il proprio "animus aestimandi".

7) Cfr. Azzone e Rangone (1993).

BIBLIOGRAFIA

AZZONE, G., 1994, *Innovare il sistema di controllo di gestione*, ETAS, Milano.

AZZONE, G., BERTELE, U., 1992, Simulation vs. analytical models for the economic evaluation of flexible manufacturing systems: an option based approach, in Parsaei, R., Mital, A., (eds.) *Economic aspects of advanced production and manufacturing systems*, Chapman and Hall.

AZZONE G., RANGONE, A., 1993, A Resource-Based Approach to Performance Measurement, III International Conference of the International Cost Accounting Institute, Madrid, September.

BUZZELL, R.D., GALE, B.T., 1987, *The PIMS principles*, The Free Press.

COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J., 1990, *Valuation*, Wiley, New York.

DE VASCONCELLOS, J.A., HAMBRICK, D.C., 1989, Key success factors: test of a general theory in the mature industrial product-service, *Strategic Management Journal*, 10, 367-382.

GUATRI, L., 1990, *La valutazione delle aziende*, EGEA, Milano.

IRVIN, R.A., MICHALES, E.G., 1989, Core skills: doing the right things right, *The McKinsey Quarterly*, Summer, 4-19.

KESTER, C.W., 1984, Today's options for tomorrow's growth, *Harvard Business Review*, 62, 4, 152-160.

KESTER, C.W., 1986, An option approach to corporate finance, in Altman, E.I., ed., *Handbook of corporate finance*, Wiley, New York.

MARENGHI, E., 1994, *Lezioni di Estimo*, INEA Reprints.

MC. DONALD, R., SIEGEL, D., 1986, The value of waiting to invest, *Quarterly Journal of Economics*, 101, 707-727.

PRAHALAD, C.K., HAMEL, G., 1990, The core competence of the corporation, *Harvard Business Review*, May-June, 79-91.

SHOEMAKER, P.J.H., 1992, How to link strategic vision to core capabilities, *Sloan Management Review*, Fall, 67-81.

TRIANI, A.J., HODDER, J.E., 1990, Valuing flexibility as a complex option, *The Journal of Finance*, 45, 2, 549-565.