

# **L'Equilibrio Vitale del Sistema (EVS). Un modello di analisi del valore nella prospettiva dell'ASV\***

di Sergio Barile, Biagio Merola e Giuseppe Calabrese

SOMMARIO: Premessa. – 1. Il *Value Management* e l'Approccio Sistemico Vitale. – 2. L'*Economic Value Added* (EVA®) quale tecnica di misurazione del valore per i sovrasistemi della proprietà e finanziario. – 3. Il modello EVS. Equilibrio Vitale del Sistema (EVS). – 4. Considerazioni conclusive. – 5. Bibliografia.

*«La domanda da porre in questo contesto riguarda l'accettabilità e l'adeguatezza delle condizioni di regolarità imposte nella formulazione della valutazione aggregata in connessione con particolari concetti di "valutazione razionale".»*

AMARTYA SEN, *Etica ed economia*, Laterza, Bari, 2000.

## **Premessa**

Il presente contributo si focalizza sul tema del processo decisionale *dell'organo di governo* dell'impresa sistema vitale<sup>1</sup>, intendendo per esso quell'insieme di attività che conducono dall'analisi del contesto nel quale l'impresa opera alla formulazione di strategie e di derivati piani e programmi di

---

\* Il contributo costituisce una rielaborazione aggiornata del lavoro di G. CALABRESE "L'approccio sistemico vitale (ASV) e il value management (VM). Modelli di analisi del valore", Quaderni del Dipartimento di Scienze Economico-Aziendali, Giuridiche, Merceologiche e Geografiche, Università degli Studi di Foggia, n. 4, 2004.

<sup>1</sup> In riferimento ai concetti di sistema vitale e di impresa sistema vitale si rimanda al lavoro del Prof. Golinelli sull'ASV – Approccio Sistemico Vitale al governo dell'impresa. Cfr. G.M. GOLINELLI, *L'approccio sistemico al governo dell'impresa*, voll. I e II, Cedam, Padova, 2000; G.M. GOLINELLI, *L'approccio sistemico al governo dell'impresa*, vol. III, Cedam, Padova, 2002.



Pur consapevoli della complessità<sup>4</sup> crescente degli attuali contesti imprenditoriali e della conseguente impossibilità di processi decisionali che generino soluzioni ottimizzanti, la disponibilità da parte dell'organo di governo di metodi, tecniche e strumenti, più o meno atti a supportare il processo decisionale, si rivela indispensabile.

Ciò premesso, il presente contributo intende proporre un approccio di value management ritenuto, ad avviso di chi scrive, utile a supportare il processo decisionale dell'organo di governo, nell'ambito della prospettiva dell'Approccio Sistemico Vitale.

## 1. Il Value Management<sup>5</sup> e l'Approccio Sistemico Vitale

A partire dalla fine degli anni '80, dapprima nei paesi anglosassoni e poi anche nell'Europa continentale ed in Italia, in risposta al diffuso malcontento rispetto alle performance di rendimento della maggior parte delle società quotate e alle errate segnalazioni che venivano generate dai tradizionali modelli previsionali, gli sforzi di studiosi di impresa e di analisti finanziari hanno contribuito allo sviluppo di un nuovo filone di ricerca sulla creazione di valore che poi ha portato alla formalizzazione di nuovi e più complessi indicatori e previsorori di performance<sup>6</sup>.

L'idea di fondo è quella di formalizzare una possibile linea guida per supportare l'organo di governo nell'implementazione del suo processo decisionale, ovvero nella qualificazione di quella parte delle decisioni d'impresa

---

<sup>4</sup> In riferimento al concetto di complessità, cfr. G.M. GOLINELLI, *op. cit.*, vol. I, cap. 4.

<sup>5</sup> Nella vasta letteratura sul tema del valore, cfr., tra gli altri, M. SPINI, *La Ricerca del Valore, una guida per il management e per gli azionisti*, Egea, Milano, 1991; T. COPELAND, T. KOLLER, J. MURRIN, *Il valore dell'impresa. Strategie di valutazione e gestione*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano, 1991; L. GUATRI, *La Teoria di Creazione del Valore, una via europea*, Egea, Milano, 1991; L. GUATRI, M. MASSARI, *La diffusione del valore*, Egea, Milano, 1992; L. GUATRI, *Il metodo reddituale per la valutazione delle aziende. Nuovi orientamenti*, Egea, Milano, 1996; L. GUATRI, *Valore e intangibles nella misura della performance aziendale*, Egea, Milano, 1997; L. GUATRI, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1998; A. RAPPAPORT, *La strategia del valore*, F. Angeli, Milano, 1998; M. AGLIATI, "Modelli contabili e modelli del valore. Dal cash flow all'EVA", in *Economia & Management*, n. 6, novembre 1999; A. AMADUZZI, *Obiettivi e valore dell'impresa: misure di performance*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano, 2000.

<sup>6</sup> È possibile constatare che la crescente convinzione che la dinamica del valore sia un'attendibile misura della performance periodica ha aperto, accanto alle tradizionali aree della "finanza straordinaria" e delle "strategie di sviluppo", una terza via delle ricerche sul valore in cui "l'impresa valuta se stessa". A tal proposito, cfr. L. GUATRI, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, cit., pag. 445 e ss.

che in ottica sistemico vitale sono state qualificate come “decisioni di governo”<sup>7</sup>.

In chiave generale, il concetto di valore è, come quello di rischio, imminente nella gestione d’impresa ed è, in prima approssimazione, qualificabile come la ricchezza creata dai processi d’impresa, in un determinato periodo di tempo.

Alla luce dell’Approccio Sistemico Vitale è possibile ritrovare un chiaro riferimento al concetto di valore quale sintesi della capacità di sopravvivenza dell’impresa.

Più in particolare, l’implementazione del valore risulta dalla capacità dell’impresa sistema vitale di ricevere consenso e legittimazione, sviluppando adeguati livelli di consonanza e di risonanza, nel suo contesto di riferimento; contesto, questo, caratterizzato da una serie di sistemi vitali, aventi grado di compimento più o meno evoluto, detentori di risorse critiche ed in grado di suscitare differenti livelli di influenza, ovvero capaci di proiettare sull’impresa attese e pressioni e di rilasciare premi e/o sanzioni<sup>8</sup>.

In questa sede si prova a proporre un approccio metodologico che consenta di interpretare l’ampio dibattito sulla problematica del valore e le derivate tecniche di Value Management nella prospettiva dell’ASV<sup>9</sup>.

L’Approccio Sistemico Vitale, infatti, propone una rilettura dell’impresa – e, quindi, anche dei suoi processi – quale entità capace di generare valore “per” e “in” un certo contesto, attraverso l’efficace scambio (interazione sistemica) tra attori coinvolti a vario titolo nel processo. A partire dai concetti di “contesto” e di “interazione sistemica”, si rinvengono le ragioni di un potenziale di approfondimento dell’Approccio Sistemico Vitale per ciò che concerne il tema del valore.

Naturalmente, in derivazione dei percorsi di approfondimento concettuale sul valore, si sviluppa una pluralità di procedure finalizzate alla sua determinazione e ciò sia in termini lordi, sia netti, ovvero di valore aggiunto. In particolare, si ritrovano una serie di tecniche volte alla quantificazione di gran-

---

<sup>7</sup> Cfr. G.M. GOLINELLI, *op. cit.*, vol. I, pagg. 116-121.

<sup>8</sup> Il primo spunto di riflessione offerto dall’ASV al riguardo concerne la natura stessa del concetto di valore. Infatti, tutti gli approcci *tradizionali* operano uno sforzo in direzione della più precisa determinazione quantitativa di un concetto che è, tuttavia, ritenuto passibile di “oggettivazione”; ciò a dire che, il valore creato non dipende dai soggetti ai quali esso viene distribuito. Di contro, l’ASV tende a qualificare il concetto in ottica soggettiva, sottolineando il legame che esiste tra l’impresa sistema ed il contesto nel quale essa si relaziona.

<sup>9</sup> Naturalmente il presente contributo non intende pervenire ad un giudizio di prevalenza di un modello rispetto all’altro; al contrario, si prefigge il solo scopo di mettere a confronto due logiche interpretative e verificarne l’esistenza di condizioni di convergenza e/o divergenza.

dezze, funzioni del tempo, quali il reddito di esercizio o il cash flow, il valore economico del capitale o il *Discounted Cash-Flow* (DCF). Evitando di porre l'attenzione sull'intera varietà di tecniche e strumenti operativi impiegabili ai fini delle determinazioni quantitative<sup>10</sup>, in quel che segue si proporrà, in termini sintetici, una specifica tecnica di *value management*, ovvero l'*Economic Value Added* (EVA<sup>®</sup>)<sup>11</sup>, al fine di rileggerne, con le lenti dell'*ASV*, la complessità logica di processo e di applicazione, estendendola, come si chiarirà meglio nel seguito, dai soli sovrasistemi della proprietà e finanziario a tutti i "soggetti" (sovrasistemi) nei confronti dei quali il sistema impresa è chiamato a creare e a distribuire valore.

La ricerca di un percorso per declinare la strategia aziendale in una griglia di grandezze quantitative tra loro interconnesse da relazioni causa-effetto e di corrispondenti misure di efficienza e di efficacia delle strategie stesse, nonché delle conseguenti azioni imprenditoriali, ha mostrato una convergenza nel filone di studi identificato con l'espressione "*value management*". Tale percorso di ricerca ha condotto, ad esempio, alla formalizzazione del modello della *balanced scorecard* (BSC) che opera proprio una mappa di relazioni causa-effetto tra la strategia aziendale e le performance attese (obiettivi), traducendo la strategia stessa in una serie di indicatori misurabili.

La BSC rappresenta una metodologia di controllo strategico utilizzata in una struttura multidimensionale per descrivere, attuare e gestire la strategia di tutta l'organizzazione allo scopo di tradurre missioni e strategie in una serie completa di misure della performance, che forniscono un modello di struttura per un sistema strategico di misurazione e gestione. Si viene, quindi, a mettere ordine tra gli indicatori, con l'obiettivo di integrarli e bilanciarli, ossia a definire le connessioni logiche esistenti tra di essi in modo da conoscere in anticipo quali riflessi una determinata azione avrà sull'intera gestione aziendale.

La metodologia della BSC parte dal presupposto che, per avere una visione esauriente dell'intera situazione aziendale, nessun indicatore di performance deve essere preso singolarmente, ma occorre costruire un insieme organizzato di indicatori che collegati tra loro consentano una valutazione globale dei risultati aziendali. Per tale motivo l'impostazione tradizionale di

---

<sup>10</sup> Per approfondimenti, cfr. tra gli altri, L. GUATRI, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, cit.; A. DAMODARAN, *Finanza Aziendale*, Apogeo, Milano, 2001; M. DALLOCCHIO, *Finanza d'azienda. Analisi e valutazioni per le decisioni d'impresa*, Egea, Milano, 1998.

<sup>11</sup> EVA<sup>®</sup> è un marchio registrato da Stern Stewart & Co. negli Stati Uniti, Gran Bretagna, Italia e altri Paesi nel mondo. Il sito web istituzionale è all'URL: [www.eva.com](http://www.eva.com).

questo strumento analizza i risultati dell'azienda sulla base di quattro dimensioni rilevanti:

1. la prospettiva della performance economica finanziaria;
2. la prospettiva del cliente;
3. la prospettiva della gestione per processi;
4. la prospettiva di sviluppo futuro.

La prospettiva economico-finanziaria analizza i risultati realizzati in relazione alla strategia dell'azienda in termini finanziari. Gli indicatori presi in considerazione sono:

- lo *Shareholder Value Approach*;
- il ROI;
- il ROE;
- il ROS;
- l'*Economic Value Added*.

Quest'ultimo è una metodologia basata sul confronto del ritorno del capitale investito in azienda con il costo dei fattori che lo hanno generato. L'EVA consente di capire se il management sia in grado di produrre profitti superiori rispetto al rendimento che il capitale investito in azienda produrrebbe se fosse investito in attività rischiose.

## **2. L'*Economic Value Added* (EVA®) quale tecnica di misurazione del valore per i sovrasistemi della proprietà e finanziario**

Nell'approccio in esame, il vero valore di un'azienda è rappresentato dal suo *market value*, ovvero dal suo valore di mercato. Tale valore è dato dalla somma algebrica tra il valore nominale del capitale aziendale – dei suoi titoli – e il *market value added* (MVA), che rappresenta il maggior valore che si è disposti a riconoscere all'azionista, pagando, per l'acquisto delle sue azioni, un prezzo maggiore rispetto al valore nominale delle stesse.

In altri termini, il MVA esprime quindi il maggior valore che, ad una certa data, l'azionista possiede in rapporto a quanto originariamente ha investito in azienda.

La quantificazione del MVA si presenta immediata e affatto complicata, essendo pari proprio alla differenza tra prezzo di mercato del titolo e valore nominale dello stesso. Tuttavia, il MVA non è idoneo, in termini di contributo informativo, a supportare l'organo di governo nel processo decisionale e ciò per una serie di motivazioni:

– innanzitutto, perché non può essere calcolato per aziende non quotate, ovvero per divisioni di aziende quotate<sup>12</sup>;

– inoltre, per la naturale volatilità del corso azionario, associata al poco chiaro rapporto causa-effetto che esiste, nel breve periodo, tra le decisioni dell'organo di governo aziendale e il valore delle azioni.

Pertanto, poiché il MVA è fortemente influenzato, nel periodo non lungo, da una serie di fattori di mercato, esso non è idoneo ad esprimere la performance periodica della gestione.

In tal senso, l'EVA può offrire una valida rappresentazione e misurazione della ricchezza creata (o distrutta) in un determinato arco di tempo (l'esercizio), dopo aver remunerato il capitale degli azionisti e dei creditori. Il MVA può essere anche inteso come la sommatoria di tutti gli EVA futuri attualizzati in quanto, in accezione generale, l'EVA esprime la maggior ricchezza che deriva da un investimento rispetto alle aspettative di minimo profitto degli azionisti. L'EVA quindi può essere impiegato quale misura esplicativa del MVA, relativamente ad una annualità, ed è un valido indicatore della performance gestionale. In particolare, l'utilizzo dell'EVA quale indice di efficacia operativa dell'impiego del capitale investito, necessita di una serie di altri elementi, quali:

- un indicatore di risultato della redditività operativa;
- un indicatore di costo delle risorse finanziarie investite, espresso nella forma di un tasso di attualizzazione;
- la misura dell'investimento operativo.

Operativamente, l'EVA può essere calcolato come il prodotto tra il tasso di extra profitto per un certo investimento e il capitale investito nello stesso. Secondo questa modalità di calcolo, il valore dell'extra profitto è dato dalla differenza tra il rendimento dell'investimento e il costo medio ponderato del capitale impiegato per sostenerlo. In formula:

$$\text{EVA} = [r - \text{Wacc}] \times \text{Coi} \quad [1]$$

dove:

$r$  = tasso di rendimento operativo (in %) del capitale investito;

---

<sup>12</sup> A tale limite si potrebbe sopperire attraverso la redazione di un bilancio straordinario che consenta di evidenziare il vero valore dell'azienda rispetto alle risultanze del suo capitale netto di funzionamento. Tuttavia, questo approccio, tipico della dottrina aziendalistica europea, e italiana in particolare, è ritenuto soggettivo pertanto, non affidabile quale sostituto del "mercato" per la corretta determinazione del valore aziendale.

Wacc<sup>13</sup> = costo medio ponderato del capitale impiegato (in %);

Coi = capitale operativo investito (per definizione pari alla somma del capitale proprio e del debito finanziario investiti in attività operative).

Un'altra e più frequente modalità di calcolo dell'EVA, è quella che considera:

$$r = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Coi}}$$

dove:

NOPAT<sup>14</sup> = reddito monetario disponibile per gli azionisti.

Sostituendo tale valore nella [1], si ottiene:

$$\text{EVA} = \left[ \frac{\text{NOPAT}}{\text{Coi}} - \text{Wacc} \right] \times \text{Coi}$$

da cui:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - [\text{Capitale} \times \text{Wacc}] \quad [2]$$

Naturalmente, per il corretto calcolo dell'EVA occorre passare dalle determinazioni di bilancio (risultanze contabili) ad alcune determinazioni economiche (risultati di valore). Infatti, i dati desunti dalla contabilità sono il frutto di scelte, in parte soggettive, che dipendono:

- dalle “politiche di bilancio”, ovvero dalle decisioni che hanno determinato alcuni valori fondamentali, alla base del calcolo dell'EVA, come gli ammortamenti, gli accantonamenti, le svalutazioni, ecc.;
- dalle “politiche fiscali”;
- dal cambiamento del potere d'acquisto della moneta.

Occorre, pertanto, apportare ai valori contabili le necessarie ma solo più significative rettifiche, ovvero quelle che incidono maggiormente sull'esito della valutazione. Per facilitare l'individuazione di tali rettifiche e capire, quindi, quali sono i valori non corretti nella formula dell'EVA, può essere di aiuto raggrupparle nelle seguenti categorie di:

1. misurazione del capitale investito;
2. misurazione della redditività del capitale investito;
3. determinazione del costo del capitale.

---

<sup>13</sup> Weighted Average Cost of Capital.

<sup>14</sup> Net Operating Profit After Taxation.

Dopo aver calcolato, mediante le opportune rettifiche, il valore di NOPAT (utile netto di bilancio + interessi passivi e altri oneri finanziari netti) e del Capitale Investito (patrimonio netto + debiti finanziari), occorre determinare il costo medio ponderato del capitale. Come accennato, si tratta di un opportuno tasso di attualizzazione che tenga conto del differenziale di rischio percepito dai diversi finanziatori dell'impresa in relazione:

- alla differente tipologia di “contratto” che è alla base del rapporto di finanziamento: azioni ordinarie, privilegiate, di risparmio, obbligazioni, debiti bancario, ecc.;
- all'influenza esercitata sull'organo di governo dell'impresa: azionista di riferimento o azionisti di minoranza;
- all'andamento generale dell'economia (rischio sistematico);
- al portafoglio degli investimenti aziendali (rischio specifico).

Ciò premesso, il calcolo del costo medio ponderato del capitale è espresso nel modo seguente:

$$Wacc = \left[ K_d \times \frac{D}{V} \times (1 - T_m) \right] + \left( K_e \times \frac{E}{V} \right)$$

dove:

- Wacc = media aritmetica ponderata del costo del debito e dei mezzi propri;
- $K_d$  = costo del capitale di debito<sup>15</sup>;
- $D/V$  = incidenza del capitale di debito;
- $K_e$  = costo dei mezzi propri<sup>16</sup>;
- $E/V$  = incidenza dei mezzi propri.

---

<sup>15</sup> È il tasso di interesse lordo, di lungo periodo, che l'impresa dovrebbe pagare per ottenere dal mercato nuovo finanziamento a titolo di debito. Le modalità di stima possono essere le seguenti:

- derivare  $K_d$  dalla quotazione prospettica a lungo termine del debito dell'impresa;
- derivare  $K_d$  dall'osservazione dei tassi a lungo termine richiesti dal mercato ad imprese caratterizzate dallo stesso grado di solidità creditizia, per cui  $K_d = R_f + \text{Spread}$ .

<sup>16</sup> Il costo del capitale proprio rappresenta di sicuro il valore più complesso da stimare in quanto contiene anche la percezione relativa al rischio correlato al business che si affronta (rischio specifico e sistematico). Letto in chiave di costo opportunità, esso rappresenta il rendimento minimo che i proprietari dell'impresa potrebbero attendersi da un investimento con un profilo di rischio comparabile. Le modalità di stima possono essere le seguenti:

- Capital Asset Pricing Model (CAPM), per cui  $K_e = R_f + (\beta \times RM)$ ;
- Gordon Growth Model (GGM), per cui  $K_e = D/P + g$ .

Per approfondimenti, cfr. R.A. BREALEY, S.C. MYERS, S. SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, III ed., McGraw-Hill, Milano, 1999, pag. 165 e ss.; A. DAMODARAN, *op. cit.*, pag. 329 e ss.; M. DALLOCCIO, *Finanza d'azienda. Analisi e valutazioni per le decisioni d'impresa*, Egea, Milano, 1998, pag. 443 e ss.

In definitiva si avrà un aumento dell'EVA quando:

- cresce il tasso di rendimento realizzato sulle attività esistenti, ovvero quando cresce il NOPAT senza investire ulteriori risorse;
- nuove risorse vengono investite in progetti economicamente convenienti ovvero si investono risorse aggiuntive fino al momento in cui il rendimento supera il costo del capitale;
- si disinveste (o non si investe) da (in) attività che producono un rendimento non conveniente, ovvero si disinveste o si rimborsano i debiti fino a quando il reddito a cui si rinuncia è più che compensato dal risparmio sul costo del capitale.

L'EVA costituisce pertanto un indicatore di performance particolarmente efficace in quanto:

1. opera su logica incrementale;
2. è semplice da determinare perché rappresenta una grandezza assoluta calcolabile con dati derivanti dal bilancio d'esercizio e non richiede particolare elaborazioni extracontabili;
3. si determina con riferimento ad ogni periodo amministrativo o a qualunque sottoperiodo;
4. è un indicatore di nuovo valore per gli azionisti per il fatto che mette a confronto il rendimento con il costo del capitale. È evidente che, una volta riconosciuta una remunerazione congrua oltre al capitale di debito anche a quello di rischio, l'eventuale surplus che si dovesse registrare, rispetto al rendimento ottenuto dall'impresa sulle proprie attività di investimento (condizione per un EVA positivo), non può che andare ad esclusivo beneficio degli azionisti attraverso il pagamento di dividendi o un incremento del valore dell'impresa in cui hanno investito;
5. tiene conto del rischio attraverso la misura del costo del capitale.

In tale prospettiva, l'EVA è un sistema di gestione e di incentivazione finalizzato all'accrescimento del valore d'impresa nel lungo periodo. Questo fine dipende dalla capacità del *management* di produrre, in modo costante e duraturo, profitti soddisfacenti per l'azionista ed il finanziatore istituzionale<sup>17</sup>, ossia che il rendimento sia superiore al costo/opportunità dell'aver investito in quella specifica attività.

Se la società è quotata in borsa, l'accrescimento del prezzo delle azioni è

---

<sup>17</sup> Soprattutto all'estero il ruolo degli investitori istituzionali è fortemente legato anche al possesso di titoli azionari, mentre in Italia il peso del capitale di terzi è quanto meno altrettanto consistente.

solo una conseguenza del maggior valore d'impresa che il mercato prezza in modo esplicito. Il sistema EVA aiuta, dunque, i *manager* non solo a comprendere e gestire meglio l'attività corrente, ma ad interpretare il legame tra decisioni operative (della struttura operativa) e decisioni strategiche di *enterprise value* (dell'organo di governo).

L'EVA non è, quindi, solo uno strumento di misurazione, bensì è una tecnica di supporto alle decisioni. Infatti, la teoria finanziaria insegna che il valore di una qualsiasi attività finanziaria è dato dal valore attuale netto (VAN) dei flussi finanziari (*cash-flow*) che tale attività è in grado di generare nel tempo. Alle determinazioni così ottenute, nel computo del VAN va integrata un'altra importante componente di valore: il valore delle opzioni, in ragione della possibilità di effettuare un successivo investimento, di lanciare un nuovo prodotto, di abbandonare un settore, di entrare in un nuovo mercato, ecc.<sup>18</sup>.

Il compito dell'organo di governo diventa quello di accrescere il valore dell'impresa, regolando le attività correnti, pianificando i progetti con valore attuale netto positivo e coordinando le opzioni legate al proprio business.

### 3. Il modello EVS. Equilibrio Vitale del Sistema (EVS)

In quel che segue si proporrà un modello di analisi del valore nella prospettiva dell'*ASV*. A tal fine, per poter validamente fare riferimento al modello EVA ed al suo costrutto teorico, sarà necessario esprimere un giudizio circa i margini di adattabilità di questo all'impianto metodologico dell'*ASV* e, al contempo, verificare il percorso di adeguamento attraverso il quale la logica dell'EVA può integrarsi in un processo di valutazione che tenga conto delle più ampie implicazioni connesse all'analisi sistemica dell'intero contesto di riferimento dell'impresa, ovvero di tutti i suoi sovrasistemi rilevanti<sup>19</sup>.

---

<sup>18</sup> In letteratura vengono distinte quattro tipologie di opzioni reali che possono aumentare il VAN di un investimento:

1. l'opportunità di fare investimenti addizionali;
2. l'opportunità di abbandonare un progetto;
3. l'opportunità di attendere ed investire più tardi;
4. l'opportunità di variare il prodotto o i metodi di produzione dell'impresa.

Sulle opzioni reali, cfr. M. AMRAM, N. KULATILAKA, *Real Options*, Etas, Milano, 2000.

<sup>19</sup> Nelle aziende quotate il valore può essere ottenuto e misurato facendo ricorso al "metodo dei multipli" che, nel complessivo processo di valutazione, affianca alle valutazioni analitiche assolute quelle relative realizzando così quello che viene definito GIV (Giudizio Integrato di Valutazione). Lo strumento dei moltiplicatori rappresenta una condizione utile per meglio interpretare, in logica sistemica, l'EVA. Ciò in ragione di una serie di motivazioni: l'accresciuta importanza

In primo luogo, si ritiene che la logica sottesa al modello EVA – riferibile sostanzialmente ai sovrasistemi della proprietà e finanziario – abbia bisogno di un adattamento interpretativo per rileggere correttamente, in ottica sistemico vitale, tanto il concetto di “valore” quanto il processo di produzione e misurazione dello stesso.

In particolare, per ciò che concerne l’elasticità operativa del modello EVA, cercheremo di verificarne l’adattabilità – ovvero la sua *adeguatezza strutturale* – alle prerogative di rappresentazione del valore generato/generabile da un determinato sistema vitale impresa.

Dal punto di vista della flessibilità del modello, invece, valuteremo la possibile integrabilità – ovvero la sua *idoneità funzionale* – nei processi decisionali dell’organo di governo, al fine di avere un comportamento sistemico più coerente con le attese del contesto vitale in termini di valore prodotto o producibile<sup>20</sup>.

Ciò premesso, i principali elementi di consonanza tra il modello EVA e l’*ASV* sono così riepilogabili:

1. nella logica dell’EVA è esplicita la finalità di produrre un indicatore che esprima il valore aziendale anche in ragione delle opzioni generate da investimenti differenziali e non solo in rapporto alle mere rappresentazioni contabili sintetizzate nel bilancio di esercizio;

2. il riferimento al valore, al costo e al rendimento delle risorse impiegate nei processi aziendali trova giustificazione nella rilevanza, non solo concettuale, che l’*ASV* assegna alle risorse critiche utilizzate e ai sovrasistemi che le rilasciano.

L’analisi condotta segnala, al contempo, alcuni punti di dissonanze tra l’*ASV* e l’EVA per quanto concerne la specificità dei riferimenti di valore per sovrasistemi che non siano né la proprietà né i terzi finanziatori istituzionali (sovrasistema finanziario). In altri termini, si ritiene di poter dire che uno dei tratti caratterizzanti il modello EVA consiste nella sua focalizzazione sulla gestione del rapporto intersistemico tra l’organo di governo dell’impresa ed i sovrasistemi della proprietà e dei terzi finanziatori istituzionali, ponendo ulteriormente l’accento sulla risorsa finanziaria. Da ciò deriva che:

---

degli assets intangibili; l’inadeguatezza dei metodi analitico-assoluti; la necessità di strumenti più flessibili per contesti sempre meno prevedibili; la diffusione di sistemi di misurazione di performance “a valore” per allineare le attese degli azionisti con gli obiettivi del management. Per approfondimenti, cfr. L. GUATRI, M. BINI, *I moltiplicatori nella valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2003.

<sup>20</sup> Sui concetti di “elasticità” e “flessibilità” si rimanda, per opportuni approfondimenti, a quanto riportato in G.M. GOLINELLI, *op. cit.*, vol. III, pagg. 58-69.

- le risorse poste al centro dell'attenzione dal modello EVA sono: il capitale proprio e i debiti finanziari<sup>21</sup>;
- il costo delle risorse acquisite è stimato dal Wacc (Costo Medio Ponderato del Capitale).

Per contro, in ottica *ASV* esiste un mix di sovrasistemi dai quali pervengono flussi di risorse al sistema vitale e verso i quali defluiscono flussi di remunerazione<sup>22</sup>. Ancora, non esiste una oggettiva e rigida gerarchia dei sovrasistemi da soddisfare, ma è compito dell'organo di governo progettare ed implementare un percorso di equilibrio intersistemico che sia sostenibile per l'impresa sistema vitale. Occorre, pertanto, analizzare in maniera più puntuale una serie di ulteriori flussi di risorse e di remunerazioni verso altri sovrasistemi, al fine di pervenire alla stima di un indicatore complessivo dell'equilibrio sistemico che definiamo **EVS – Equilibrio Vitale del Sistema**.

In conseguenza di ciò, il modello EVS – Equilibrio Vitale del Sistema:

1. porta sul medesimo piano “potenziale” il rapporto intersistemico verso tutti i sovrasistemi percepiti nel contesto vitale dell'impresa;
2. supporta l'OdG nel percorso di equa soddisfazione dei medesimi, sia in chiave strategica che tattica<sup>23</sup>.

Nel modello EVS l'indagine circa i rapporti intersistemici è relativa all'insieme dei sovrasistemi rilevanti ed è condotta sulla base di due indicatori:

$$EVS^* = \frac{\sum_{i=1}^N VRR_i \times [R_i - R_i^*]}{N} = \frac{\sum_{i=1}^N EVS_i}{N}$$

$$EVS_\sigma = \sum_{i=1}^N \sqrt{\frac{(EVS_i - EVS^*)^2}{N}}$$

<sup>21</sup> Appare corretto sottolineare come, nell'ambito del sistema monetario tipico dell'economia capitalistica, la risorsa finanziaria abbia una natura del tutto peculiare rispetto a tutte le altre svolgendo una funzione di misurazione del valore attraverso il meccanismo dei prezzi. Pertanto, la focalizzazione su tale risorsa appare essere, in prima approssimazione, un valido punto di partenza.

<sup>22</sup> In letteratura è già presente un consolidato sforzo teso proprio alla esplicitazione dei livelli di soddisfazione anche di altri sovrasistemi. Si fa riferimento ai notevoli contributi che vanno in direzione di una responsabilità sociale dell'impresa. A tal proposito, si rimanda agli scritti in tema di “bilancio sociale” e di “bilancio ambientale”.

<sup>23</sup> Sui concetti di criticità e influenza e sul correlato grado di rilevanza percepito, in riferimento all'interazione con uno specifico sovrasistema, da parte dell'organo di governo, cfr. G.M. GOLINELLI, *op. cit.*, vol. I, pagg. 194-204.

dove:

$N$  = numero dei sovrasistemi percepiti dall'organo di governo;

$VRR$  = valore delle risorse rilasciate dall' $i$ -esimo sovrasistema<sup>24</sup>;

$R_i$  = remunerazione effettivamente ottenuta dal sovrasistema  $i$ -esimo. È la quota parte del valore complessivo (lordo) ridistribuito al sovrasistema  $i$ -esimo. È uno stimatore del costo relazionale, ovvero del costo per il mantenimento della relazione  $i$ -esima;

$R_i^*$  = remunerazione attesa dal sovrasistema  $i$ -esimo, collegata al rilascio della risorsa all'impresa. Occorre indicare un valore che tenga conto dei livelli relativi di influenza del sovrasistema e non solo della criticità della risorsa. Infatti, una scarsa influenza (sinonimo di scarso potere di sottrazione della risorsa conferita), riduce la remunerazione attendibile da un certo sovrasistema;

$i$  = indicatore del sovrasistema  $i$ -esimo.

L'approccio proposto dal modello EVS genera immediate indicazioni a supporto del processo decisionale dell'organo di governo. Infatti, la lettura dell'EVS\* sembra suggerire che, per accrescere la probabilità di sopravvivenza dell'impresa, l'organo di governo deve tendere al mantenimento di tale indicatore in un intorno dello zero. Infatti, questo significa che, in termini complessivi, l'organo di governo è riuscito a dare, *in media*, un'adeguata soddisfazione a tutti i sovrasistemi (almeno pari alle attese del sovrasistema) che ha percepito nel suo contesto vitale.

A completamento di tale indicazione, la contestuale lettura dell'indicatore  $EVS_\sigma$ , esprime con quale tasso di disparità (dispersione) di soddisfazione sono stati gestiti i rapporti intersistemici con gli  $N$  sovrasistemi percepiti rispetto all'EVS\*. Si può così rappresentare un valido quadro dell'equità (o etica relazionale) con la quale si esprime l'azione di acquisizione e di distribuzione delle risorse operata dall'OdG, in un certo momento.

L'EVS può essere, inoltre, realizzato in riferimento al rapporto intersistemico con il singolo sovrasistema  $\alpha$ . In simboli:

$$EVS_\alpha = VRR_\alpha \times [R_\alpha - R_\alpha^*]$$

Questo sforzo consente di avere un bilancio dettagliato dell'azione di governo dei rapporti intersistemici, attraverso l'analisi del flusso delle risorse

---

<sup>24</sup> Si fa riferimento ad una connotazione di valore che tenga conto del "valore di mercato" delle risorse rilasciate rettificato con una stima dei costi per la liberazione delle stesse dal sistema impresa, da parte del sovrasistema che le rilascia. Alcune delle risorse impiegate in impresa hanno un valore che è specifico per quel contesto, ma che sul mercato subirebbe decurtazioni anche significative.

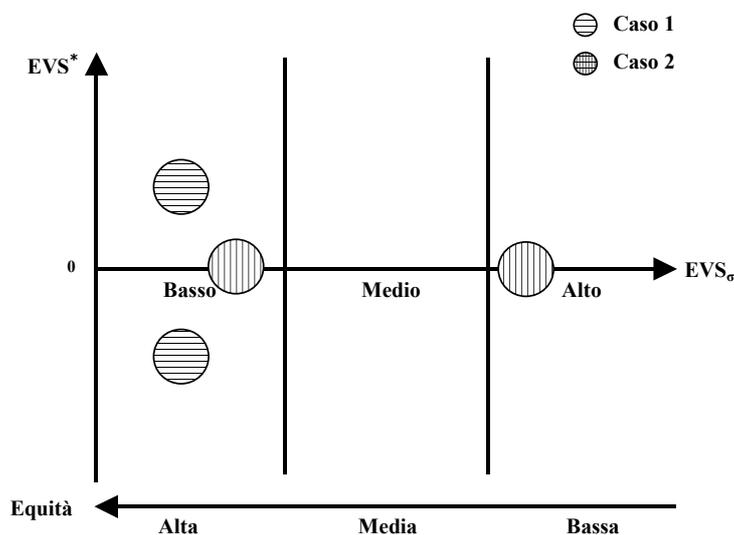
rilasciate dai sovrasistemi all'impresa e del risultato che questo ha generato in termini di redistribuzione del valore creato. In particolare, ogni qual volta la differenza tra  $R_\alpha$  e  $R_\alpha^*$  è positiva, si evidenzia un  $EVS_\alpha > 0$  (rispetto allo specifico sovrasistema  $\alpha$ ) il che vuol dire che il sovrasistema  $\alpha$  ha avuto una remunerazione che ha superato quella minima attesa. Questa situazione tende a rafforzare il rapporto tra l'impresa e lo specifico sovrasistema. Il tutto può avvenire, nel breve termine, a danno di altri sovrasistemi per i quali si registra un valore di  $EVS < 0$ .

Alla luce di tutto quanto premesso è possibile sostenere che il governo del rapporto intersistemico deve essere filtrato dall'OdG sfruttando i differenziali contingenti di influenza e di criticità e premiando in più o in meno questo o quel sovrasistema, di tempo in tempo.

L'analisi dell'EVS può essere rappresentata graficamente leggendo in maniera combinata i due indicatori  $EVS^*$  ed  $EVS_\sigma$ , come riportato nella successiva figura 2.

Nel caso 1, si propone l'ipotesi di un  $EVS^*$  diverso da zero, positivo o negativo, in condizioni di bassa dispersione dell'interscambio di valore tra l'impresa sistema vitale ed i sovrasistemi rilevanti. Nel secondo caso, invece, l'ipotesi è quella di un  $EVS^*$  pari a zero ma in due condizioni differenti, caratterizzate da opposti livelli di dispersione nell'interscambio di valore.

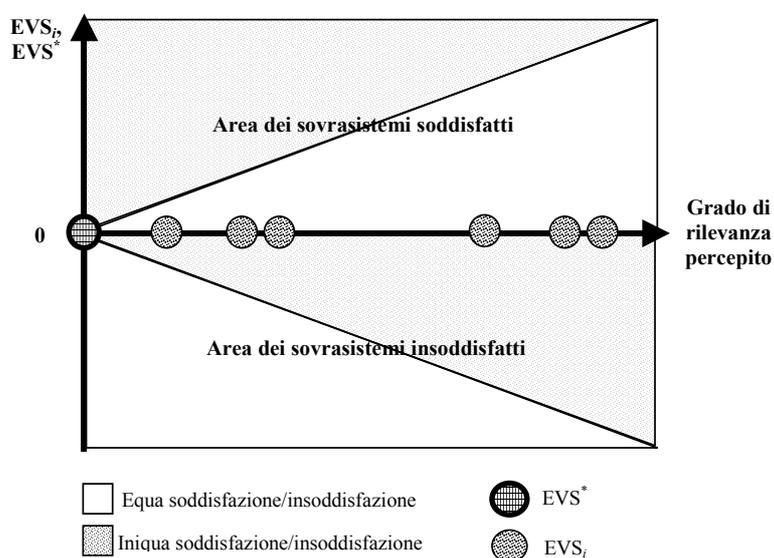
FIGURA 2. – La lettura combinata di  $EVS^*$  e  $EVS_\sigma$



Fonte: Ns. elaborazione.

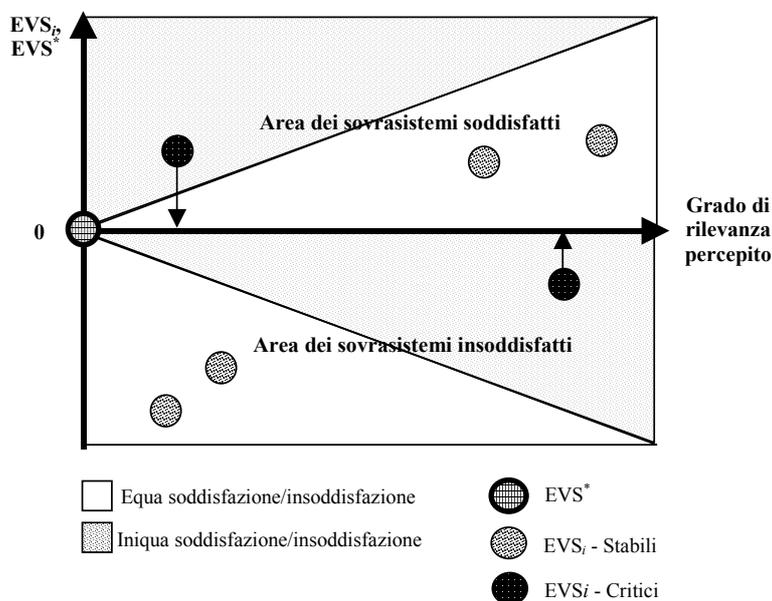
Nella figura 3, si analizza il comportamento dell'organo di governo nei confronti di vari sovrasistemi, alla luce delle sue percezioni relative di rilevanza. Ciascuno dei sei sovrasistemi percepiti è ordinato sull'asse della rilevanza (ascisse). Naturalmente, questa è una ipotesi teorica del tutto ideale in quanto  $EVS^*$  è pari a zero ed allo stesso tempo è nullo l'indice  $EVS_\sigma$  perché ciascun  $EVS_i = 0$ .

FIGURA 3. – *Situazione di equilibrio sistemico di lungo termine (ideale)*



Fonte: Ns. elaborazione.

Una situazione differente e più verosimile è quella riportata nella successiva figura 4. Anche in questo caso si ipotizza che l'azione dell'organo di governo abbia condotto ad un  $EVS^*$  pari a zero. Tuttavia, questa volta il comportamento dell'organo di governo nei confronti dei vari sovrasistemi, alla luce delle sue percezioni relative di rilevanza, presenta delle differenziazioni in termini di  $EVS_i$  e questo significa che l'indicatore di dispersione  $EVS_\sigma$  sarà maggiore di zero. Nello specifico, i due sovrasistemi evidenziati in rosso presentano delle problematiche per l'organo di governo che in un caso premia iniquamente un sovrasistema poco rilevante e nell'altro un sovrasistema molto rilevante è scarsamente ricompensato dal rapporto intersistemico.

FIGURA 4. – Possibile situazione di equilibrio di breve termine ( $ESV_{\sigma}$  basso)

Fonte: Ns. elaborazione.

La situazione proposta in figura 4 si inasprisce nella successiva figura 5 in cui a fronte di un  $EVS^*$  pari a zero corrisponde un  $EVS_{\sigma}$  positivo e più elevato del precedente caso, ad evidenziazione del forte “travaso di valore” che, per opera dell’organo di governo e attraverso l’impresa, avviene tra i sovrasistemi con  $EVS_i$  positivo e quelli con  $EVS_i$  negativo.

Ulteriore considerazione che è possibile fare è che, nel momento in cui si fa riferimento ai sovrasistemi proprietà e sistema finanziario, l’EVS finisce per coincidere con l’EVA. Infatti, nel caso del sovrasistema della proprietà:

$VRR = \text{Capitale Netto (Capitale sociale + Riserve)}$ ;

$R_i = \text{dividendi distribuiti}$ ;

$R_i^* = \text{costo del capitale proprio}$ .

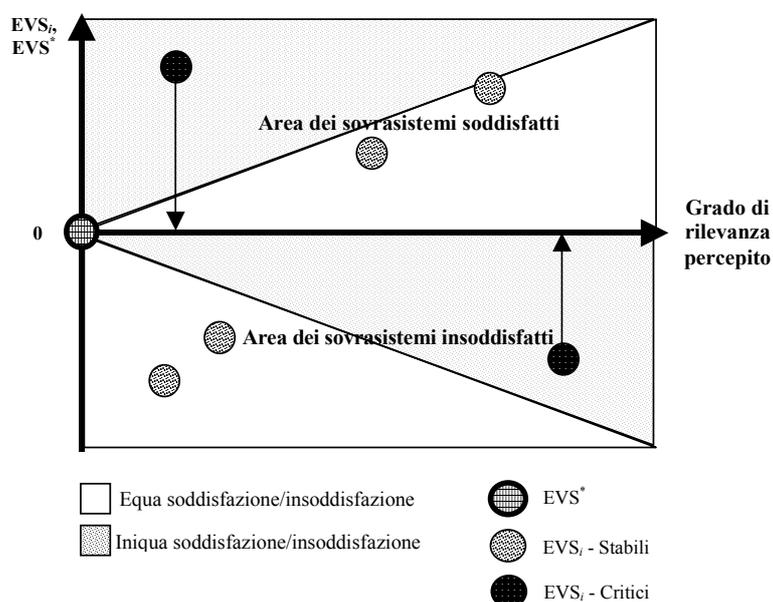
Allo stesso modo, nel caso del sovrasisistema finanziario<sup>25</sup>:

$VRR$  = Valore attuale dell'indebitamento finanziario;

$R_i$  = tasso di interesse effettivamente pagato sul debito;

$R_i^*$  = costo medio ponderato del capitale di debito (tasso di interesse).

FIGURA 5. – Possibile situazione di equilibrio di breve termine ( $ESV\sigma$  alto)



Fonte: Ns. elaborazione.

Attraverso la logica del modello EVS è possibile proporre, partendo dallo schema di conto economico secondo la riclassificazione a valore della produzione e valore aggiunto (figura 6), opportunamente rielaborato in ottica sistemico vitale, lo schema della produzione e della distribuzione del valore tra contesto vitale ed impresa sistema vitale.

<sup>25</sup> In questo caso, l'EVS dovrebbe tendere per definizione a zero, vista la natura contrattuale del rapporto intersistemico. Tuttavia, può verificarsi, anche se in riferimento al periodo breve, un allontanamento dell'indicatore dallo zero, per mancato pagamento di interessi.

FIGURA 6. – Schema di conto economico a valore della produzione e valore aggiunto

---

<b>RICAVI NETTI DI VENDITA</b>
+ Produzioni interne
+ Rimanenze Finali di Semilavorati e prodotti finiti
– Rimanenze Iniziali di Semilavorati e prodotti finiti
– Acquisti di Semilavorati e prodotti finiti
= <b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>
– Impieghi di materiali e materie prime (Rimanenze Iniziali +Acquisti – Rimanenze Finali)
– Costi industriali
– Costi generali di amministrazione e commerciali
– Altri costi tipici
= <b>VALORE AGGIUNTO</b>
– Costo del lavoro totale
– Ammortamento e accantonamento
= <b>RISULTATO OPERATIVO</b>
+ Ricavi finanziari
+ Ricavi straordinari/patrimoniali
– Oneri finanziari
– Costi straordinari/patrim.
= <b>RISULTATO ANTE IMPOSTE</b>
– Imposte e tasse
<hr/>
<b>Reddito netto</b>
<hr/>

Fonte: G. METALLO, *Finanza sistemica per l'impresa*, Giappichelli, Torino, 2002.

#### 4. Considerazioni conclusive

Naturalmente il modello proposto presenta una serie di limiti di natura applicativa di cui si è ben consapevoli. Ci si riferisce alla difficoltà di stima dei livelli di VRR e di  $R^*$  per le differenti situazioni di EVS nei confronti dei sovrasistemi diversi dalla proprietà e dal sistema finanziario, che pure compongono il contesto vitale dell'impresa. Infatti, per ciascun sovrasistema percepito, dopo averne stimato (dal punto di vista dell'organo di governo) i livelli di criticità e influenza, occorre effettuare ulteriori e non semplici considerazioni.

FIGURA 7. – Schema della produzione e della distribuzione del valore

+ Ricavi di vendita	550
+ Produzioni interne	50
+ Rimanenze finali (merci, materie, semilavorati, prodotti finiti)	250
+ Ricavi finanziari	100
+ Ricavi straordinari/patrimoniali	50
<b>A = Valore complessivo (lordo)</b>	<b>1000</b>
– Acquisti di beni	300
– Rimanenze iniziali (merci, materie, semilavorati, prodotti finiti)	150
– Costi generali e costi industriali (comuni)	50
<b>B = Totale consumi diretti (sistema della fornitura)</b>	<b>500</b>
<b><i>A – B = Valore aggiunto</i></b>	<b>500</b>
<b>Valore distribuito al contesto vitale</b>	<b>400</b>
<b>Sistema delle altre risorse impiegate</b>	150
Godimento beni di terzi (fitti passivi e leasing)	
Acquisti di servizi (assicurazioni, pulizia, consulenze, ...)	
Costo del lavoro (diretto e indiretto)	
<b>Sistema finanziario</b>	50
Interessi e altri oneri finanziari espliciti	
<b>Sistema della collettività (sociale)</b>	30
Apporti al sociale	
Beneficenza	
<b>Sistema istituzionale (Stato)</b>	70
Imposte indirette e tasse	
Imposte sul reddito dell'esercizio	
<b>Sistema della proprietà</b>	100
Dividendi (Utile di esercizio)	
<b>Struttura Operativa (auto potenziamento – valore trattenuto nel sistema)</b>	<b>100</b>
Ammortamenti	
Accantonamenti	
Costi patrimoniali (rettifiche di valore)	

Fonte: Ns. elaborazione.

In primo luogo, rispetto al set di risorse rilasciato da ciascun sovrasisistema occorre stimare il valore delle stesse ( $VRR_i$ ). A tal fine, seppure in prima approssimazione, può essere di aiuto il sistema contabile aziendale, con riferimento sia all'attivo che al passivo di bilancio. Questa fonte, tra l'altro non sempre utilizzabile, deve poi essere rettificata per depurarla dalle modificazioni di valore dovute alle pregresse politiche di bilancio<sup>26</sup>. In altri casi, tra l'altro fondamentali per la valorizzazione delle fondamentali risorse aziendali, quali la fiducia presso il pubblico o l'immagine detenuta nel contesto competitivo, vanno stimate sulla base di indicatori del tutto differenti. Esistono, infine, delle risorse, pure impiegate dall'impresa, che è plausibile ritenere non più, o almeno non solo, frutto dello scambio attuale con un certo sovrasisistema, ma patrimonio diretto dell'impresa. Si fa riferimento al patrimonio delle conoscenze sedimentate nelle routine organizzative che, seppure generate grazie ai pregressi rapporti con alcuni detentori di conoscenza, non appare corretto assegnare a sovrasisistemi esterni.

Dopo aver valorizzato le risorse rilasciate dai vari sovrasisistemi occorre individuarne il costo sistemico, ovvero il costo del rapporto con il sovrasisistema che le ha rilasciate ( $R_i$ ). A tale proposito, appare possibile fare riferimento alla distribuzione del "Valore della produzione". Si evidenziano così:

- il costo del sovrasisistema della fornitura (prezzi pagati per l'acquisto di beni e servizi);
- il costo della risorsa lavoro (flusso di salari, stipendi, oneri sociali e TFR);
- il costo della risorsa capitale di terzi (flusso di interessi);
- il costo del sovrasisistema fiscale (flusso delle imposte e delle tasse).

---

<sup>26</sup> La non perfetta utilizzabilità del bilancio d'esercizio ai nostri fini non deve né sorprendere né far ritenere teorica o inutilizzabile la strada qui proposta. Infatti, il bilancio d'esercizio, così come strutturato dalla normativa civilistica *ex artt.* 2423 e seguenti, è funzionale al rapporto con una particolare categoria di soggetti esterni all'impresa, che sono i creditori e, in maniera specifica, i terzi finanziatori. Tanto è vero che, quando l'obiettivo comunicazionale del bilancio cambia, i criteri di redazione dello stesso vengono necessariamente modificati. Si fa riferimento, in primo luogo, alla comunicazione fiscale che vede una serie di azioni di rettifica per il passaggio dal bilancio civilistico a quello fiscale. Si fa poi riferimento al bilancio che, in via interna, viene presentato alla proprietà (gruppo di controllo). Infine, si fa riferimento alle situazioni di bilancio straordinario necessario ogni qualvolta si intenda pervenire ad una stima del valore di cessione dell'impresa (per operazioni di acquisizione, fusione, aumento di capitale, ecc.). Proprio nella problematica della valutazione aziendale, di sicuro una delle aree portanti della tecnica aziendale, si ritrovano tutti i dubbi e le incertezze legate alla corretta valutazione del capitale. E le aree di maggiore problematicità afferiscono proprio a quei valori che non è possibile riferire a specifici investimenti e a specifiche risorse, e che per tanto sono stati ricondotti ad un valore unitario, differenziale, che è l'avviamento.

Notevolmente più complesso appare valorizzare il costo sistemico dovuto alla implementazione di rapporti con sovrasistemi che non generano, almeno nel breve termine, flussi di ricompensa in termini monetari da parte dell'impresa, ma solo specifiche azioni. In particolare, si fa riferimento al sistema sociale che richiede all'impresa una certa politica del lavoro e dell'occupazione; al sistema del consumo che richiede comportamenti volti alla sicurezza dei prodotti e alla loro qualità; al sistema ambientale che impone determinati impianti per il rispetto ed il controllo delle emissioni inquinanti; ecc. In questi casi, il costo del rapporto intersistemico è rappresentato dall'investimento differenziale implementato dall'impresa per dare soddisfazione alle attese del sovrasistema, rispetto all'investimento che avrebbe realizzato se quelle attese e pressioni non vi fossero.

Occorre, infine, stimare correttamente il valore atteso di remunerazione di ciascun sovrasistema rispetto al rilascio delle risorse ( $R_i^*$ ). Anche in questo caso, può essere di aiuto l'esistenza di condizioni di mercato che, in qualche modo, affrontano il problema producendo una sorta di prezzo standard per l'acquisizione di determinate risorse. Problematica differente è quella dell'attesa di un certo comportamento da parte dell'azienda. In questi casi, il sovrasistema attende la cessione di un certo valore aggiunto non sempre facile da stimare.

## 5. Bibliografia

- AGLIATI M., "Modelli contabili e modelli del valore. Dal cash flow all'EVA", in *Economia & Management*, n. 6, novembre 1999.
- AMADUZZI A., *Obiettivi e valore dell'impresa: misure di performance*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano, 2000.
- AMODEO D., *Ragioneria Generale delle Imprese*, Giannini, Napoli, 1994.
- AMRAM M., KULATILAKA N., *Real Options*, Etas, Milano, 2000.
- BREALEY R.A., MYERS S.C., SANDRI S., *Principi di finanza aziendale*, III ed., McGraw-Hill, Milano, 1999.
- COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J., *Il valore dell'impresa. Strategie di valutazione e gestione*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano, 1991.
- DALLOCCIO M., *Finanza d'azienda. Analisi e valutazioni per le decisioni d'impresa*, Egea, Milano, 1998.
- DAMODARAN A., *Finanza Aziendale*, Apogeo, Milano, 2001.
- GOLINELLI G.M., *L'approccio sistemico al governo dell'impresa*, voll. I e II, Cedam, Padova, 2000.
- GOLINELLI G.M., *L'approccio sistemico al governo dell'impresa*, vol. III, Cedam, Padova, 2002.

- GUATRI L., *La Teoria di Creazione del Valore, una via europea*, Egea, Milano, 1991.
- GUATRI L., *Il metodo reddituale per la valutazione delle aziende. Nuovi orientamenti*, Egea, Milano, 1996.
- GUATRI L., *Valore e intangibles nella misura della performance aziendale*, Egea, Milano, 1997.
- GUATRI L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1998.
- GUATRI L., BINI M., *I moltiplicatori nella valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2003.
- GUATRI L., MASSARI M., *La diffusione del valore*, Egea, Milano, 1992.
- KAPLAN R., NORTON D., "The balanced scorecard – Measures that drive performance", in *Harvard Business Review*, Jan.-Feb. 1996.
- KAPLAN R., NORTON D., "Linking the balanced scorecard to Strategy", in *California Management Review*, 1996.
- KOTLER P., ARMSTRONG G., SAUNDERS J., WONG V., *Principi di marketing*, Isedi, Torino, 2001.
- METALLO G., *Finanza sistemica per l'impresa*, Giappichelli, Torino, 2002.
- POTITO L., *Bilanci straordinari*, Utet, Torino, 1997.
- RAPPAPORT A., *La strategia del valore*, F. Angeli, Milano, 1998.
- RULLANI E. "La teoria dell'impresa: soggetti, sistemi, evoluzioni", in M. RISPOLI (a cura di), *L'impresa industriale. Economia, tecnologia e management*, il Mulino, Bologna, 1989.
- SCIARELLI S., *Economia e gestione delle imprese*, Cedam, Padova, 2002.
- SEN A., *Etica ed economia*, Laterza, Bari, 2000.
- SPINI M., *La Ricerca del Valore, una guida per il management e per gli azionisti*, Egea, Milano, 1991.

**Siti consultati**

[www.eva.com](http://www.eva.com)

