

3.

L'ACCOUNTING E IL PROCESSO DI PATRIMONIALIZZAZIONE DELLE IMPRESE

Il rapporto fra trasformazioni dell'accounting e i processi di finanziarizzazione e “breveperiodizzazione” dell'economia e delle imprese è stato messo in luce da una letteratura oramai molto vasta, su scala internazionale. Qui proveremo a illustrare quelle che ci sembrano le due principali questioni su cui questa produzione si sofferma. Faremo riferimento ad alcuni contributi pertinenti, ma senza pretese di esaustività.

La prima questione (par. 3.1.), di ordine politico-economico, concerne la “rivoluzione” introdotta dalla codificazione di standard contabili internazionali. Questo fenomeno è di grande rilievo sotto almeno due profili: sul piano dell'analisi dei processi di regolazione, esso rivela chiaramente la tendenza alla privatizzazione della governance dei processi economici su scala internazionale; sul piano della trasformazione delle regole della contabilità, presenta dei tratti che rivelano lo slittamento da una concezione dell'impresa come entità economica destinata alla produzione di beni e servizi, a una concezione dell'impresa come dispositivo di massimizzazione del rendimento del capitale: un processo che chiameremo *patrimonializzazione* delle imprese.

La stessa tendenza ci pare osservabile, su una diversa scala di osservazione, nella trasformazione delle prassi di *management accounting* (o contabilità direzionale). Ed è questa la seconda questione cui ci riferiremo (par. 3.2). In corrispondenza con un profondo mutamento della *concezione del controllo* (Fligstein 1990) in atto nelle grandi imprese, si sviluppa la tendenza delle

direzioni delle grandi imprese a utilizzare, per scopi gestionali, strumenti di valutazione orientati alla massimizzazione del rendimento del capitale nel breve periodo e (quindi, spesso) all'accumulazione finanziaria.

3.1. Gli standard contabili internazionali e la “rivoluzione” del *fair value*

Sotto il primo profilo, il fenomeno più rilevante è stato il processo di standardizzazione degli strumenti contabili su scala transcontinentale. Dal 1 gennaio 2005, tutte le società quotate dell'Unione Europea⁷ hanno iniziato a utilizzare gli International Financial Reporting Standards (IFRS), un corpus di regole redatto – e continuamente modificato – dall'*International Accounting Standards Board* (IASB). L'evento è molto importante sotto due profili. In primo luogo, il processo di standardizzazione si presenta esso stesso come una profonda innovazione della *governance* dei sistemi contabili: laddove gli standard contabili erano in precedenza definiti su base nazionale da attori pubblici (talvolta in collaborazione con attori privati), il processo di unificazione europea degli *accounting standards* segna il passaggio a una regolamentazione internazionale gestita da un ente privato, finanziato con capitale privato. La seconda

⁷ Si tratta di circa 7.000 società, secondo la IFRS Foundation: v. il documento *Who we are and what we do* (IFRS Foundation 2014, p. 2). Nel nostro Paese, in forza del D.Lgs. 28 febbraio 2005, n. 38, sussiste l'*obbligo* di redazione del bilancio d'esercizio secondo gli IAS-IFRS, oltre che per le società quotate, per quelle aventi strumenti finanziari diffusi tra il pubblico, per le banche italiane e gli intermediari finanziari vigilati (ovvero, le società finanziarie capogruppo dei gruppi bancari iscritti nell'albo di cui all'art. 64 T.U.B., le società di intermediazione mobiliare, le società di gestione del risparmio, le società finanziarie iscritte nell'albo speciale di cui all'art. 107 T.U.B., gli istituti di moneta elettronica) e per le imprese di assicurazione (ma solo se quotate e se non redigono il bilancio consolidato).

innovazione riguarda le trasformazioni sostantive delle regole contabili, che in molti casi hanno decisamente sovvertito canoni che nei contesti europeo-continentali si erano saldamente affermati, e *pour cause*, durante il secolo scorso. I due aspetti devono essere valutati congiuntamente, poiché non s'intenderebbe il senso delle trasformazioni dei canoni di contabilità se non si considerassero la natura e le inclinazioni culturali delle autorità private transnazionali dai quali esse promanano; e d'altro canto non si comprenderebbe il rilievo del potere esercitato da queste autorità se non si considerasse il contenuto della materia su cui intervengono e la portata delle innovazioni introdotte.

Forse non è eccessiva l'enfasi di chi ha parlato di una "rivoluzione" nel campo delle regole contabili. Tuttavia, questa profonda innovazione può essere salutata con entusiasmo (v. ad es. Damant 2003b) soltanto se si condivide una visione funzionalista della regolazione economica (Mitrany 1975): in quest'ottica la definizione di standard contabili internazionali risponde a un'esigenza di convergenza internazionale verso un principio di benigna razionalizzazione burocratica, definibile anche come processo di "armonizzazione" (Van der Tas 1992). Se si rifiuta questo meccanicismo evolutivo, tuttavia, la standardizzazione dei metodi contabili si presenta chiaramente come un tassello rilevante di un processo di globalizzazione inteso come estensione su scala mondiale delle regole (di governo delle imprese, in questo caso) elaborate nei contesti centrali del sistema economico mondiale (v. ad es. Gallino 2004; Harvey 2005). Obiettivamente, l'istituzione di un corpus di principi per la redazione dei report finanziari prende origine dall'esperienza statunitense. In particolare, il comitato europeo denominato IASB, che ha sede a Londra, non soltanto fa capo a una fondazione privata costituita da associazioni professionali (*IFRS Foundation*, già *IASC Foundation*); ma, soprattutto, ricalca lo statunitense *Financial Accounting Standards Board* (FASB), e con esso progressivamente si integra per definire un quadro di regole

uniforme su scala globale (v. il programma congiunto siglato nel 2002: IASB 2002). La codificazione di regole contabili in Europa prosegue, dunque, una vicenda iniziata negli Stati Uniti dopo la crisi del 1929, quando l'allora *American Institute of Accountants* fu incaricato dalla Borsa di New York di mettere a punto un insieme di principi ricavati dalla prassi (ciò che avrebbe preso infatti la denominazione di *Generally Accepted Accounting Principles* – GAAP).

Il profilo storico-istituzionale di questa vicenda (sul quale v. Thévenot 2005a, par. 2) non è soltanto rilevante in se stesso, in quanto esempio chiarissimo del ruolo crescente delle *authorities* private nella regolamentazione dell'economia su scala globale (v. Braithwaite, Drahos 2000; Biersteker, Hall 2002; Sassen 1999; Strange 1996), ma ha certamente dei risvolti anche sul piano sostanziale. In primo luogo, il processo di integrazione regolativa nasce in seno alle istituzioni finanziarie, e per finalità eminentemente finanziarie: garantire alla platea degli investitori informazioni accordate a criteri e variabili ragionevolmente uniformi. L'ottica nella quale queste regole sono elaborate, dunque, è quella propria degli operatori finanziari. In secondo luogo – come mostreremo nel par. 3 – questo processo si configura di fatto come l'esportazione su scala globale di principi di *accounting* elaborati nel quadro di una forma storicamente determinata di regolazione. Per usare il lessico della teoria delle *varieties of capitalism* (Hall e Soskice 2001), è un processo di estensione di regole proprie delle *Liberal Market Economies* (LMEs) presso le *Coordinated Market Economies* (CMEs). Nei paesi tradizionalmente considerati come paesi di capitalismo *renano*, i nuovi principi pongono la questione di una transizione regolativa non banale, rispetto alla quale emergono considerevoli resistenze: «proprio la matrice culturale anglo-americana rappresenta il punto critico del sistema dei principi contabili internazionali» (Potito 2013, p. 408).

L'innovazione più significativa introdotta con gli IFRS riguarda certamente il rilievo e le modalità di valutazione di molte voci degli impieghi patrimoniali (*assets*). Questa trasformazione si manifesta in particolare attraverso l'adozione del criterio del *fair value*, tradizionalmente tradotto come “valore equo” o “giusto valore”: ossia, in linea di prima approssimazione, del valore di mercato corrente, nella valutazione di una porzione consistente degli *assets*⁸. Il canone della valutazione al *fair value* ha sostituito, per una larga serie di categorie di immobilizzazioni, la valutazione detta *al costo storico* (*Historic Cost Accounting – HCA*). La differenza fra i due approcci può essere sommariamente sintetizzata come segue: secondo il canone del *costo storico*, il valore dei beni da iscrivere è dato dal costo (tendenzialmente *certo*) cui essi sono stati acquistati o prodotti; secondo le regole del *fair value accounting*, invece, il valore di ciascun *asset* si valuta di volta in volta sulla base del suo valore corrente di mercato (che talvolta può effettivamente risultare da quotazioni disponibili, altre volte deve essere stimato attraverso procedimenti anche molto complessi e spesso notevolmente aleatori)⁹.

I sostenitori del *fair value accounting* (ad es. Barlev, Haddad 2003; Damant 2003a) sostengono che questa modalità contabile è largamente più realistica di quella fondata sul costo storico – la

⁸ Fra gli standard che richiedono o permettono l'uso della valutazione al *fair value* ci sono: IAS 16 (Property, Plant and Equipment), IAS 26 (Accounting and Reporting by Retirement Benefit Plans), IAS 38 (Intangible Assets), IAS 39 e IFRS 9 (Financial Instruments), IAS 40 (Investment Property), IAS 41 (Agriculture), IFRS 2 (Share-based Payment), IFRS 3 (Business Combinations).

⁹ Se l'elemento da valutare non ha un “mercato attivo” occorre ricercare i valori espressi da mercati di beni simili o surrogare la valutazione attraverso tecniche quali l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi (per le attività e passività finanziarie), l'impiego di modelli propri delle opzioni (per gli strumenti finanziari derivati), l'utilizzo del costo di sostituzione (per i fattori dove è possibile applicarlo). Si tratta quindi di simulazioni di prezzo (Confalonieri 2009; Tutino, Pompili 2013).

“sostanza” prevale sulla “forma” – e per questo motivo agevola un guadagno di efficienza (inteso come una migliore capacità di allocazione delle risorse) del mercato. In particolare, questa modalità contabile interverrebbe in maniera virtuosa sul rapporto principale/agente, laddove all’agente – ovvero il manager – l’obbligo di effettuare le stime sulla base dei valori di mercato precluderebbe ogni discrezionalità. Si sottovaluta, però, che la figura del *principale* non corrisponde con quella di un’azionista interessato a una gestione prudente, ma a una platea di investitori il più delle volte interessati a rendimenti nel breve periodo.

L’efficienza e l’affidabilità del metodo del *fair value* sono state più volte messe seriamente in discussione (cfr., fra gli altri, Ball 2006; Del Pozzo 2007; Penman 2007; Andrei 2008), soprattutto dopo il collasso finanziario del 2008 (cfr., fra gli altri, Confalonieri 2009; Ceriani, Frazza 2009; Magnan 2009; Viganò 2009; Laux, Leuz 2010; Tutino, Pompili 2013). Benché il criterio del “giusto valore” possa riflettere i valori di mercato correnti, esso non risponde affatto a quel “principio di prudenza” cui si ispira invece il criterio del costo storico, introdotto a suo tempo nei codici civili continentali proprio per impedire frodi contabili, e in particolare la distribuzione di dividendi fittizi¹⁰. È un fatto

¹⁰ Quasi un secolo fa Gino Zappa, il padre dell’economia aziendale italiana, scriveva: “Se [...] il reddito si apprezza valutando gli elementi patrimoniali mediante stimati valori di scambio attuali o di presunto effettivo ricavo [...] il reddito stesso si riduce a qualcosa di oscillante, di effimero, di inafferrabile quasi, come è incerto, variabile, fuggevole quel rapporto di scambio, che non da uno scambio effettivo è determinato, ma da una ipotesi di scambio” (Zappa, 1920-1929, p. 185). Ne consegue che una valutazione che non rispetta la prudenza (e che quindi include anche i redditi presunti) conduce alla determinazione di un “reddito potenziale” e non un “reddito effettivo”. Ad analoga conclusione si giunge sopravvalutando gli *intangibles*, ovvero non procedendo al loro ammortamento sistematico nei diversi esercizi. Se i maggiori utili che derivano da tali comportamenti valutativi non vengono trattenuti all’interno della combinazione produttiva, si distribuiscono redditi non effettivamente realizzati e quindi, in buona sostanza, si distribuisce (si

che l'utilizzo del *fair value* ha consentito, da un lato, di inserire nei bilanci il reddito “potenziale” invece di quello “effettivo” (Dezzani 2006, p. 272; Ceriani, Frazza 2010, p. 187); dall'altro, di condurre a una significativa sopravvalutazione delle immobilizzazioni immateriali (i cosiddetti *intangibles*), che i nuovi criteri contabili hanno permesso di portare alla luce come fossero *tesori in soffitta* (Rivette, Kline 2001), invisibili nei bilanci “continentali”; e di sostenere così una crescita incontrollata delle quotazioni azionarie. Dopo il crollo dei valori di borsa, la sopravvalutazione degli *intangibles* (in massima parte avviamenti, brevetti, concessioni, licenze e marchi) si è rivelata clamorosamente. Secondo Sabbatini (2011), il loro valore complessivo nei bilanci delle sole società quotate italiane, pari a 138,8 miliardi nel 2005, ammontava a 311 miliardi a fine 2010, rappresentando in media il 38% del patrimonio netto aziendale. Dopo la caduta della capitalizzazione di borsa, naturalmente, questi valori non hanno retto agli *impairment tests*, ovvero alle prove di attendibilità.

Analogo l'effetto registrato in relazione alla valutazione dei titoli finanziari detenuti per la negoziazione (prevalentemente prodotti finanziari derivati), che gli IAS/IFRS permettono di iscrivere nello stato patrimoniale al *fair value*. L'affidabilità del criterio del *fair value* è stata di fatto smentita dalla stessa Commissione Europea quando, all'indomani del *crash*, essa si è vista costretta a consentire – con un Regolamento emanato d'urgenza (CE 1004/2008)¹¹ – che i titoli di quel tipo fossero

rimborsa) patrimonio. Il che, oltre che scorretto dal punto di vista concettuale, penalizza i creditori sociali, i quali avranno un patrimonio effettivo inferiore rispetto a quello nominale a garanzia del proprio credito.

¹¹ La tempistica dell'intervento è particolarmente significativa e vale più di ogni altro commento (sul punto, v. Coronella 2008). Il 10 ottobre 2008 si è riunito a Parigi il G8 e, il giorno successivo si sono incontrati i rappresentanti dei quindici Paesi che aderiscono all'Euro con lo scopo, fra l'altro, di discutere della revisione delle norme contabili a livello europeo. Il 13 ottobre lo IASB ha

riclassificati come finanziamenti e crediti, per essere iscritti al costo storico (fissato convenzionalmente ai valori di mercato delle stesse attività al 1 luglio 2008), allo scopo di evitare un drammatico crollo dei conti economici trimestrali, almeno nell'immediato¹².

Al di là delle perplessità che il *fair value accounting* solleva sul piano dell'affidabilità e degli effetti ciclici, l'espansione dell'uso del *fair value* come criterio contabile è indice di una trasformazione profonda delle grandi imprese contemporanee: il ritorno di una concezione *proprietaria* dell'impresa, dove il termine *proprietaria* fa riferimento alla centralità degli azionisti di controllo, che sempre più spesso sono grandi investitori istituzionali; la tendenza dei processi di accumulazione a generare

emanato il documento di revisione dello IAS 39 e dell'IFRS 7 (che aveva messo in discussione solo dieci giorni prima) e il 15 ottobre la Commissione Europea ha approvato il regolamento (CE) n° 1004/2008 che ha recepito tali modifiche rendendole obbligatoriamente applicabili ai Paesi membri. Va aggiunto che un analogo percorso è stato seguito anche negli Stati Uniti, dove la SEC ed il FASB nello stesso periodo hanno emesso documenti (congiuntamente la Realease 2008.234 il 30 settembre 2008, separatamente una "no-action letter" e l'FSP-157-3 quale emendamento al FAS 157 il 10 ottobre 2008) volti a limitare, in alcune condizioni, l'applicazione del *fair value* nella valutazione dei titoli e dei derivati. Il 3 ottobre 2008 il Congresso degli Stati Uniti ha poi approvato l'Emergency Economic Stabilization Act, un piano presentato dal presidente Bush per arginare la crisi, all'interno del quale (punto 132), veniva conferito alla SEC il potere di sospendere il FAS 157 nella valutazione degli strumenti finanziari, da cui la risposta della SEC con la citata *no-action letter* del 10 ottobre (Viganò 2009, p. 271).

¹² Per esempio, un titolo con un valore di mercato pari a 100 al 30 giugno, che ha subito pesanti perdite nel terzo trimestre (quotazione al 30 settembre pari a 50), può essere valutato nella trimestrale al costo del titolo al 1 luglio (in ipotesi pari a 95). Così, la società evita di evidenziare in bilancio perdite per un importo pari a 45 (ossia alla differenza tra il costo al 1 luglio e il valore di mercato al 30 settembre). La portata della deroga si coglie se si considera che nei bilanci delle banche italiane a fine 2007 i titoli detenuti per la negoziazione rappresentavano circa il 70% del totale. Il *redde rationem* è stato tuttavia soltanto rimandato al successivo *impairment test*.

ricchezza (*wealth*), piuttosto che reddito (*income*); la crescente centralità dei mercati finanziari come intermediari nei processi di accumulazione; la tendenza ad attendersi nel più breve tempo possibile il massimo rendimento del capitale investito (cd. *breveperiodismo*).

Questa transizione, beninteso, può essere compresa soltanto in termini idealtipici, ossia assumendo che i fenomeni osservabili presentino in proporzioni variabili alcuni connotati riferibili a uno o a un altro tipo ideale. Non si può infatti sostenere che negli IFRS questi elementi siano presenti in forma pura; né, d'altro canto, si può affermare che le imprese (e in particolare le imprese non finanziarie) abbiano completamente sostituito la produzione di beni e servizi con la produzione di utili finanziari nel breve periodo. Nondimeno, una ricostruzione idealtipica aiuta a comprendere quanto la trasformazione dei canoni contabili sia implicata nei processi di patrimonializzazione e di finanziarizzazione delle imprese.

In primo luogo, non può sfuggire che l'adozione del criterio del *fair value*, che richiede che gli aggiustamenti del valore degli *assets* trovino evidenza nello stato patrimoniale, comporta implicitamente una transizione verso quel che nei contesti anglosassoni si definisce "*balance sheet approach*", ossia l'idea per cui l'andamento dell'impresa si valuta sulla base dell'andamento dei valori dei suoi beni materiali e immateriali, piuttosto che come andamento della produzione di reddito (*revenue-expense approach*). Assume quindi concettualmente preminenza lo stato patrimoniale rispetto al conto economico. Nel dibattito dell'economia aziendale italiana – come vedremo nel prossimo paragrafo – quest'approccio, che è proprio di una visione proprietaria dell'impresa, viene definito approccio *patrimonialista*: vale cioè l'idea che l'impresa debba essere considerata come un insieme di beni, e che il suo andamento si valuti come variazione del valore dei beni stessi. In auge sino alla fine dell'Ottocento, nel corso del Novecento esso lascerà spazio

all'approccio *reddituale*. Anche nel Regno Unito, peraltro, il superamento dell'approccio patrimonialista in favore di un approccio fondato sul reddito aveva contrassegnato una trasformazione della concezione dominante delle imprese: nella seconda metà dell'Ottocento, «la diffusa adozione del *going concern* (e del costo storico) [...] rifletteva la transizione dalla dimensione proprietaria a quella dell'entità come focus principale dei documenti finanziari» (Edwards 1989, p. 125).

La “filosofia” di fondo dei principi contabili internazionali incarna un ritorno da una concezione economico-produttiva a una concezione patrimoniale dell'impresa: l'utile tende a essere concepito non già come il reddito prodotto dall'attività economica dell'impresa in un dato periodo, ma come la differenza di valore che, nello stesso periodo, ha assunto il capitale investito. È questa l'idea della produzione di ricchezza che nel lessico dei principi internazionali viene definita *comprehensive income*¹³. Alla base di questa concezione dell'utile, c'è un assunto che viene chiaramente enunciato nello *Statement of Financial Accounting Principles* n. 1 del FASB:

Le persone si impegnano investimenti, prestiti e attività di questo tipo soprattutto per aumentare le loro liquidità. In ultima analisi, l'indice del successo di queste attività è la misura in cui esse fruttano più (o meno) liquidità di quella che costano. [...] Un'impresa di successo riceve non soltanto un utile *del* suo investimento, ma anche un utile *su* quell'investimento. La valutazione del mercato sul successo atteso di un'impresa nella produzione di un flusso di cassa apprezzabile condiziona i relativi prezzi di mercato dei suoi

¹³ Secondo lo statement 130 del FASB (giugno 1997), il *comprehensive income* si definisce come «la variazione dell'equity (patrimonio netto) di un'impresa in un dato periodo risultante da transazioni e altre circostanze di fonte non proprietaria. Include tutte le variazioni di patrimonio netto in un dato periodo, a eccezione di quelle che risultano da investimenti dei proprietari e da distribuzioni ai proprietari». Si tratta, quindi, della differenza di valore che una partecipazione ha nel momento t2 rispetto al momento t1. Non si misura, dunque, un flusso, ma la differenza fra due valori *at a point in time: l'earning per share*.

titoli. [...] Così, dal momento che la capacità di un'impresa di generare flussi di cassa condiziona sia la sua capacità di pagare dividendi interessi, sia l'andamento dei suoi titoli, i flussi di cassa attesi per gli investitori e per i creditori sono correlati ai flussi di cassa attesi per l'impresa nella quale hanno investito o alla quale hanno fatto credito. (FASB 1978, parr. 38-39)

Il concetto di *comprehensive income* e la relativa rendicontazione sono stati, introdotti (nel 2007, con effetto dal 2009) anche nei principi IAS-IFRS attraverso la revisione dello IAS 1, al fine di allineare, appunto, i principi contabili europei a quanto prescritto nel FASB 130 nell'ottica di un percorso di convergenza dei due modelli (Mechelli 2011, Cimini 2012).

In definitiva, l'assunto sposato dai principi contabili internazionali è che l'andamento dell'impresa deve essere valutato *nella prospettiva dell'investitore*. Ciò che ha rilievo, in quest'ottica, non è la natura *produttiva* del capitale, ma la sua natura *monetaria*: quel che conta non è il *reddito (income)* inteso come utilità risultante dalla produzione di beni e servizi, ma l'accumulazione di *ricchezza (wealth)* che ne risulta a vantaggio del detentore del capitale.

È evidente che, quando l'andamento del bilancio delle imprese viene fatto dipendere da valori di mercato, decresce il peso del *management*, inteso come dirigenza schiettamente *tecnico-produttiva* dell'impresa. Come notano Perry e Nölke (2006, p. 566), «in regime di FVA [*fair value accounting*], gli analisti finanziari guadagnano potere, e i *traders* e *fund managers* prestano loro più attenzione; i manager tecnici perdono potere». Più esattamente, l'attenzione delle direzioni d'impresa sarà meno rivolta a variabili di ordine tecnico-produttivo e si indirizzerà piuttosto all'andamento del valore degli *assets* dell'impresa nei mercati.

Un evidente corollario di questa tendenza è la diffusione di una percezione *breveperiodistica* del *business*. L'obiettivo di conseguire un aumento del valore complessivo degli *assets* può essere perseguito attraverso acquisizioni e dismissioni – secondo

l'andamento dei loro valori di mercato – che possono generarne un complessivo aumento di valore (e quindi una migliore valutazione dell'impresa nei mercati finanziari) in lassi di tempo anche molto brevi. Ampi margini di redditività, in particolare, sono consentiti in quest'ottica da operazioni su beni intangibili (brevetti, marchi, investimenti pubblicitari, e via dicendo): è soprattutto a questi che si riferisce la valutabilità al *fair value*. Particolarmente importante sul piano delle dinamiche organizzative è che anche l'avviamento (ossia il costo che virtualmente si paga all'acquisto di un'impresa in attività), in quanto immobilizzazione immateriale, sia suscettibile di valutazione al *fair value*. Poter iscrivere nello stato patrimoniale il valore dell'avviamento è uno dei moventi di operazioni straordinarie come le fusioni ed i conferimenti d'azienda e di rami d'azienda. Queste operazioni consentono infatti di “trasferire” aziende (o rami) funzionanti ad altre entità, facendo emergere così l'eventuale valore di avviamento. Nei bilanci delle aziende originarie l'avviamento non poteva essere evidenziato in quanto esso può essere iscritto esclusivamente in caso di trasferimento d'azienda e se si è “pagata” una somma a tale titolo. Ebbene, fusione (di due o più aziende facenti capo allo stesso soggetto economico) e conferimento (di una o più aziende in un'altra entità già esistente o costituita appositamente, tantopiù se facente capo allo stesso soggetto economico) consentono di iscrivere in bilancio il valore di avviamento delle aziende, senza mutarne l'assetto proprietario (poiché il punto è centrale per la comprensione del fenomeno, in Appendice si fornisce un esempio esplicativo).

3.2. *Management accounting e financial reporting*

Il processo di patrimonializzazione delle imprese e di distanziamento fra imprese e mercati finanziari si rende forse ancora più evidente quando si consideri la diffusione di metodi

contabili *finance oriented* nelle prassi gestionali delle grandi imprese. L'uso di metriche del valore strutturate sulla base del principio dell'interesse degli azionisti *all'interno* dei contesti organizzati, per finalità di controllo e coordinamento dei processi di organizzazione e di produzione, pone la misurazione del valore per gli azionisti alla base delle attività dell'impresa e le ridefinisce sulla base degli obiettivi di accumulazione perseguiti dalle coalizioni proprietarie.

Questo fenomeno deve essere compreso come un aspetto della profonda trasformazione della cultura manageriale in atto dalla fine del Novecento. L'ampia ricerca di Rakesh Khurana (2007) sulle *business schools* statunitensi l'ha descritta in termini molto chiari. Sino alla prima metà degli anni Settanta, il *pattern* di riferimento nella formazione dei manager era quello del manager "fordista", dotato di una competenza enciclopedica nella gestione di processi amministrativi, produttivi, commerciali, e (residualmente) finanziari. Una competenza che ha fatto dei manager, per alcuni decenni, gli eredi della legittimazione sociale propria della figura dell'imprenditore, senza tuttavia che essi fossero qualificabili come imprenditori né come lavoratori. Negli ultimi trent'anni, la storia delle *business schools* è diventata quella di istituzioni che, abbandonando quest'originario progetto di professionalizzazione, si sono fatte veicolo di una paradossale *delegittimazione* del management così inteso:

Questa svolta di 180 gradi nell'orientamento fondamentale della *business education* è avvenuto attraverso la sostituzione delle logiche professionali e manageriali, che hanno dominato le *business schools* dai loro esordi nel tardo diciannovesimo secolo sino alla fine del capitalismo manageriale negli anni 1970-'80, con la logica di mercato. La radicale trasformazione della natura del capitalismo americano che si è realizzata in quel momento ha visto le *business schools* influenzate da sviluppi nell'ambiente economico esterno, ma anche – ciò che non è stato sufficientemente compreso e tenuto in conto – contribuire attivamente, esse stesse, alla trasformazione di quell'ambiente (Khurana 2007, p. 363)

Centrale nella formazione dei nuovi manager è l'uso del *management accounting* (contabilità direzionale), ossia l'uso di informazioni contabili nello svolgimento delle funzioni di controllo. In questa prospettiva, l'*accounting* non è soltanto uno strumento di rendiconto, con finalità di rappresentazione del passato; ma è uno strumento di pianificazione, in quanto tale espressamente performativo, rivolto al futuro. La “funzione finanziaria” diventa, dunque, il perno essenziale della vita dell'impresa. Da qui l'enorme crescita di importanza, all'interno delle grandi imprese, della figura del *Chief Financial Officer* (CFO), le cui attribuzioni non sono più limitate al controllo delle variabili finanziarie fondamentali, ma includono un coinvolgimento penetrante – quando non un una potestà di ultima istanza – in decisioni di tipo strategico, organizzativo e in senso lato gestionale¹⁴.

Soprattutto, mutano gli obiettivi della funzione finanza nelle imprese: non si mira soltanto alla riduzione del costo del capitale utilizzato, ma alla massimizzazione del valore del capitale investito. In questa prospettiva – cosiddetta *value-based management* – il controllo contabile interno assume, nell'interesse degli investitori, che il *valore* prodotto dall'impresa sia la quota di ricchezza che resta agli azionisti dopo aver remunerato tutti i fattori, compreso il loro stesso capitale. Alla base di questa prospettiva c'è l'idea che l'impresa debba non soltanto rendere remunerativo l'investimento di capitale, ma lo debba rendere *più* remunerativo rispetto a utilizzi di rischiosità comparabile. Il capitale, in altri termini, è considerato non come uno strumento per generare attività produttive (capitale produttivo), ma come risorsa scarsa, come merce (o capitale monetario), che i suoi detentori cercano di allocare nella maniera

¹⁴ Per un resoconto orientativo sull'ampiezza e il rilievo delle attribuzioni dei CFOs, v. il rapporto pubblicato da IBM nel 2010 (IBM 2010, sopr. p. 15, fig. 2). V. anche Salento e Masino 2013, cap. 4.

più redditizia (Pellicelli 2007; Copeland, Koller, Murrin 2010). È questa la differenza fondamentale fra l'idea di *utile* e l'idea di *valore per gli azionisti*. Nel calcolo dell'utile si sottraggono ai ricavi i costi (compreso quello del capitale di debito, costituito sostanzialmente dagli interessi passivi); nel calcolo del valore per gli azionisti si prende in considerazione anche il valore (di mercato) del capitale proprio. Il valore per gli azionisti, pertanto, assume segno positivo se il valore di mercato del capitale aziendale è superiore a quello da loro investito nell'attività.

L'indicatore più rappresentativo di questa concezione del valore è il *MVA (Market Value Added)*: esso esprime il maggior valore dell'azienda a una certa data secondo le quotazioni di borsa rispetto al capitale investito, indipendentemente dalla sua provenienza (ovvero che sia apportato a titolo di rischio o che sia ottenuto da creditori). Il MVA indica dunque il *differenziale* fra il valore di mercato dell'impresa e il capitale effettivamente impiegato dalla medesima. Esso si può esprimere anche in termini relativi, rapportando l'incremento di valore dell'impresa come sopra espresso al capitale ($\Delta V/C$). Si giunge così a esprimere il *rendimento* del capitale investito, quale che sia la fonte della sua provenienza (soci/azionisti o terzi finanziatori).

Questo principio di valutazione ha un'implicazione tanto evidente quanto rilevante: a parità di numeratore, le imprese hanno convenienza a ridurre il capitale (il denominatore). Ciò sia sotto il profilo del capitale finanziario, agendo sul capitale di rischio, quindi sull'*equity* – da cui il principio del *leverage* finanziario, per cui in linea di principio si deve preferire l'indebitamento se il tasso di interesse richiesto dal prestatore è inferiore al rendimento del capitale, benché ciò possa esporre a livelli di rischio anche elevati¹⁵ (per tutti cfr. Caramiello, Di

¹⁵ Alla base di questi canoni d'azione c'è l'idea – affermata dal teorema di Modigliani e Miller – che l'assunzione di un dato grado di indebitamento sia una decisione irrilevante ai fini del valore di mercato dell'impresa. Tre sono gli

Lazzaro, Fiori 2003, pp. 383-413) – sia sotto il profilo del capitale investito (riducendosi il capitale finanziario, a cui questo è dal punto di vista quantitativo strettamente connesso, si originerà pure un decremento degli impieghi del capitale).

Ciò posto, di per sé, l'MVA, ossia il valore che il mercato aggiunge al capitale investito, non è un indice ragionevolmente utilizzabile come strumento di accounting interno, ossia come strumento di gestione dell'impresa. Esso, infatti, è troppo strettamente legato all'andamento dei mercati dei titoli e, almeno nel breve periodo, ha un legame assai labile con le scelte di gestione (inoltre, non è applicabile alle società non quotate o alle divisioni). Nel corso degli anni Novanta, tuttavia, tutte le grandi società di consulenza hanno elaborato (e brevettato) strumenti in grado di “depurare” l'MVA da questa intrinseca volatilità¹⁶: gli esempi più noti sono lo *Shareholder Value Added* (SVA) di Lek/Elcar, il *Cash Flow Return on Investments* (CFROI) di Holt, *Economic Profit* di McKinsey, il *Total Shareholder Return* (TSR) di Boston Consulting.

Il più celebrato e discusso, fra questi strumenti, è l'*Economic Value Added* (EVA), brevettato da Stern & Stewart all'inizio degli anni Novanta. L'EVA è la trasposizione del MVA a uso gestionale e misura la creazione di valore da parte dell'azienda come differenza tra il saggio di redditività aziendale ed il costo delle risorse utilizzate per il suo conseguimento (rappresentato dal costo medio ponderato del capitale investito)¹⁷. Il *Market Value*

assunti principali del teorema: 1) Il valore di mercato di un'impresa è indipendente dalla sua struttura finanziaria; 2) il tasso di rendimento delle azioni di una data impresa è una funzione lineare crescente del rapporto debito-azioni; 3) il valore di mercato di un'impresa è indipendente dalla sua politica di dividendo (Modigliani, Miller 1958).

¹⁶ Sul livello di concorrenza fra le società di consulenza per l'affermazione dei propri strumenti contabili, v. Myers 1996.

¹⁷ Semplificando al massimo, l'EVA si può esprimere come il reddito operativo rettificato al netto delle imposte (NOPAT, ovvero Net Operating Profit After

Added (MVA) viene così a calcolarsi attualizzando il flusso futuro dei plusvalori determinati attraverso il calcolo dell'EVA (Guatri 1998, pp. 445-457; Mechelli 2005, pp. 167-174).

Al di là di marginali differenze, gli strumenti contabili di questo tipo hanno un elemento in comune: misurano la ricchezza creata (o distrutta) nel periodo considerato, dopo aver congruamente remunerato il capitale messo a disposizione da azionisti e creditori. Non si tratta dunque, semplicemente, della misurazione dell'*utile*: ma della misurazione dell'*utile eccedente* la corrente remunerazione del capitale nel mercato. Valutato in quest'ottica, un investimento – quale che esso sia – si reputa conveniente non già quando semplicemente è in grado di offrire un ritorno sul capitale investito (cioè quando il suo *Return On Investment* [ROI] è positivo), ma quando il rendimento è superiore rispetto a quello offerto da usi alternativi (ossia quando la differenza fra ROI e costo medio ponderato del capitale [*Weighted Average Cost of Capital* - WACC] è positiva¹⁸).

È evidente che alla base di questi strumenti c'è l'idea che l'impresa debba essere considerata (e valutata) nell'ottica dei detentori del capitale, concependola come uno strumento per la massimizzazione del rendimento del capitale. Il capitale, in quest'ottica, dev'essere trattato non già come un elemento *dato*, come un elemento costitutivo dell'impresa, ma alla stregua di qualsiasi altra risorsa scarsa. Ne deriva, in primo luogo, che le scelte di allocazione del capitale non devono avere alcun riferimento se non l'obiettivo di ottenerne il massimo rendimento possibile; e, in secondo luogo, che il costo-opportunità del capitale (misurato come costo medio ponderato, WACC) deve essere sempre posto alla base di qualsiasi decisione manageriale:

Tax), detratto il costo del capitale (stimato come il prodotto del capitale investito moltiplicato per il WACC, ossia per il costo medio ponderato del capitale). In formula: $EVA = (NOPAT - WACC) * \text{Capitale investito}$.

¹⁸ Il ROI è dato dal rapporto tra l'EBIT (Earnings Before Interests and Taxes, ovvero dal reddito operativo) e il capitale investito nella gestione caratteristica.

con la conseguenza che l'obiettivo primario della gestione diviene la riduzione del capitale in qualsiasi forma impiegato.

In termini pratici, come spiega uno dei più diffusi manuali di *management accounting*, «per incrementare il valore dell'EVA [...] è possibile procedere nei modi seguenti: (I) aumentare il ROI [*Return On Investments*] attraverso interventi di reingegnerizzazione dei processi e incrementi di produttività, ma a parità di base di investimento; (II) alienare attività, prodotti e/o linee di business il cui ROI risulti inferiore al costo medio ponderato del capitale; (III) effettuare nuovi investimenti in attività, prodotti e/o linee di business che prospettano un ROI superiore al costo medio ponderato del capitale; (IV) incrementare i ricavi, i margini percentuali di profitto o il tasso di rotazione del capitale (il rapporto tra ricavi e capitale investito) o, ancora, ridurre il costo medio ponderato del capitale, ma senza influenzare le altre variabili dell'equazione. Tutti questi interventi sono chiaramente nell'interesse degli azionisti» (Anthony, Govindarajan, Macrì 2006, pp. 211 s.).

È peraltro del tutto evidente che, nel breve termine e in condizioni di forte concorrenza sul prodotto, ristrutturazioni e dismissioni si presentano come le misure più praticabili.

Se all'interno delle imprese le variabili relative alla redditività del capitale vengono utilizzate come dispositivi di gestione, esse costituiscono anche il nucleo della *comunicazione finanziaria*, o *financial reporting*, delle grandi imprese: un'attività che non si limita all'ottemperanza degli obblighi di rendicontazione, ma comprende il vasto insieme di attività che strutturano lo scambio comunicativo fra impresa e mercati finanziari. Naturalmente, fra contabilità direzionale e comunicazione finanziaria resta sempre una differenza fondamentale, essendo la prima un'attività di pianificazione contabile, in quanto tale performativa e "rivolta al futuro", e la seconda un'attività di rendiconto. Tuttavia, la distanza fra l'una e l'altra dimensione si va assottigliando, sulla base della pretesa

degli investitori di ricevere il riscontro più frequente possibile sulle dinamiche di valorizzazione del capitale. È significativo, sotto questo profilo, che lo stesso *Economic Value Added* (EVA), nato come misura della performance aziendale di breve periodo a fini interni, sia divenuto uno degli indici di riferimento per la comunicazione finanziaria, insieme ad altri indicatori basati sull'attualizzazione di flussi di denaro attesi in futuro, come il *Discounted Cash Flow* e il *Net Present Value*.

Il diaframma fra interesse degli investitori e gestione delle imprese, dunque, si riduce progressivamente, e si struttura un legame costante e biunivoco fra le attività di bilancio e quelle di pianificazione e controllo: come si esprimono due dei massimi promotori della contabilità *value based* in Italia, «il linguaggio della pianificazione e controllo coincide con quello della contabilità poiché adotta gli stessi principi contabili con i quali l'azienda descrive e misura i propri risultati verso l'esterno [...] e verso l'interno» (Dallocchio, Salvi 2004, p. 28).

Peraltro, cresce su scala internazionale la pressione degli investitori istituzionali per un *real-time reporting*, ossia per una costante accessibilità delle variabili di gestione delle imprese a beneficio degli investitori stessi. Secondo un recente resoconto della Association of Chartered Certified Accountants – ACCA (2013), in un campione di 300 investitori e figure-chiave della comunità finanziaria, la quasi totalità è incline a superare i pur veloci cicli di reporting in uso, e di promuovere la disseminazione di informazioni «in modo continuativo piuttosto che a intervalli prefissati come avviene attualmente»; e ciò benché la maggioranza dei rispondenti si renda conto che il *continuous reporting* «creerebbe ulteriore instabilità finanziaria e accrescerebbe la tendenza al breveperiodismo nei mercati finanziari», «portando a un aumento della volatilità dei mercati» (ivi, pp. 6-7).