



Università degli Studi di Verona
Facoltà di Economia

TEORIA DEL VALORE DELL'IMPRESA

Proff. A. Tessitore, S. Corbella, A. Lionzo



Programma del corso

PARTE PRIMA Il valore d'impresa tra teoria e prassi aziendale

PARTE SECONDA Metodologie di misurazione e analisi del valore economico d'impresa

PARTE TERZA Ambiti professionali di applicazione delle metodologie valutative

Prova di esame

L'esame consiste per tutti (frequentanti e non frequentanti) in una prova scritta volta ad approfondire le conoscenze sviluppate durante le lezioni e le discussioni in aula. E' inoltre prevista la possibilità, per lo studente che consegue un esito positivo nella prova scritta, di richiedere un accertamento integrativo orale.



Bibliografia

- ❑ Gli argomenti trattati in aula dei quali sono traccia le *slides* proiettate nelle lezioni.

- ❑ Integrazione del libro di testo:

Guatri L., Bini M., *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2007

Limitatamente ai capitoli:

1 (*par. 1 e 2*), 2, 3 (*par. 1, 2, 3*), 4 (*par. 4*), 7 (*par. 3, 4, 5, 6*), 8, lettura 9, 10, 11 (*il cap. 11 può essere sostituito da Mario Cattane, Principi di Valutazione del capitale, Il Mulino, 1998, cap. III pp. 61-74*), 12, 13, 16 (*par. 6, 7, 8, 9*), 18.

- ❑ Letture integrative segnalate dai docenti in aula.



Parte prima: Il valore d'impresa tra teoria e prassi aziendale

1. I modelli di business delle imprese e creazione di valore

- Dalla produzione di beni e servizi alla creazione di valore
- Evoluzione dei paradigmi strategici
- Approccio speculativo alla creazione di valore e creazione di valore condiviso e sostenibile

Prof. Antonio Tessitore
martedì 26 febbraio 2013



Gli Operatori Economici

- ❑ Famiglia
- ❑ Impresa
- ❑ Pubblica Amministrazione
- ❑ Terzo settore [cosiddetto Privato Sociale]

Tutte svolgono un'attività di produzione di beni o servizi

→ La **funzione di produzione** è il tratto comune di ogni azienda





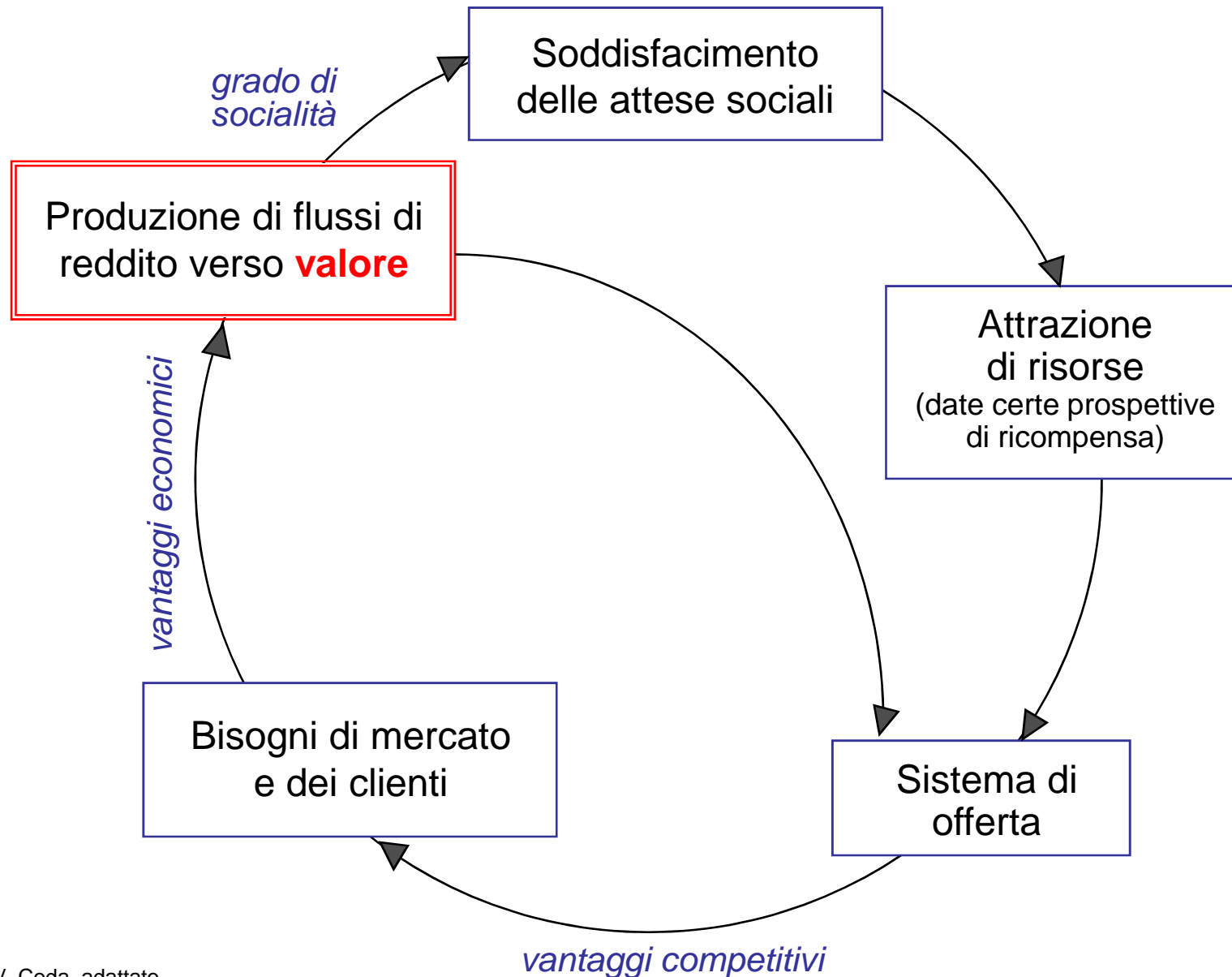
Dalla produzione di beni alla produzione di valore economico

In una organizzazione stabile, qual è l'azienda, la **possibilità di produrre beni e servizi** a vantaggio dei destinatari della produzione ha luogo in presenza di definite condizioni:

- a) la possibilità di soddisfare durevolmente la più vasta gamma di interessi facenti capo a tutti i soggetti dal cui contributo dipende lo svolgimento dell'attività aziendale
- b) la capacità di governare congiuntamente i processi di creazione e di destinazione del valore prodotto secondo criteri e modalità proprie delle specifiche tipologie aziendali

Il progetto di produzione diventa “fatto aziendale” a condizione che si trasformi in opportunità di creazione di valore per la totalità dei soggetti coinvolti nell'attività aziendale

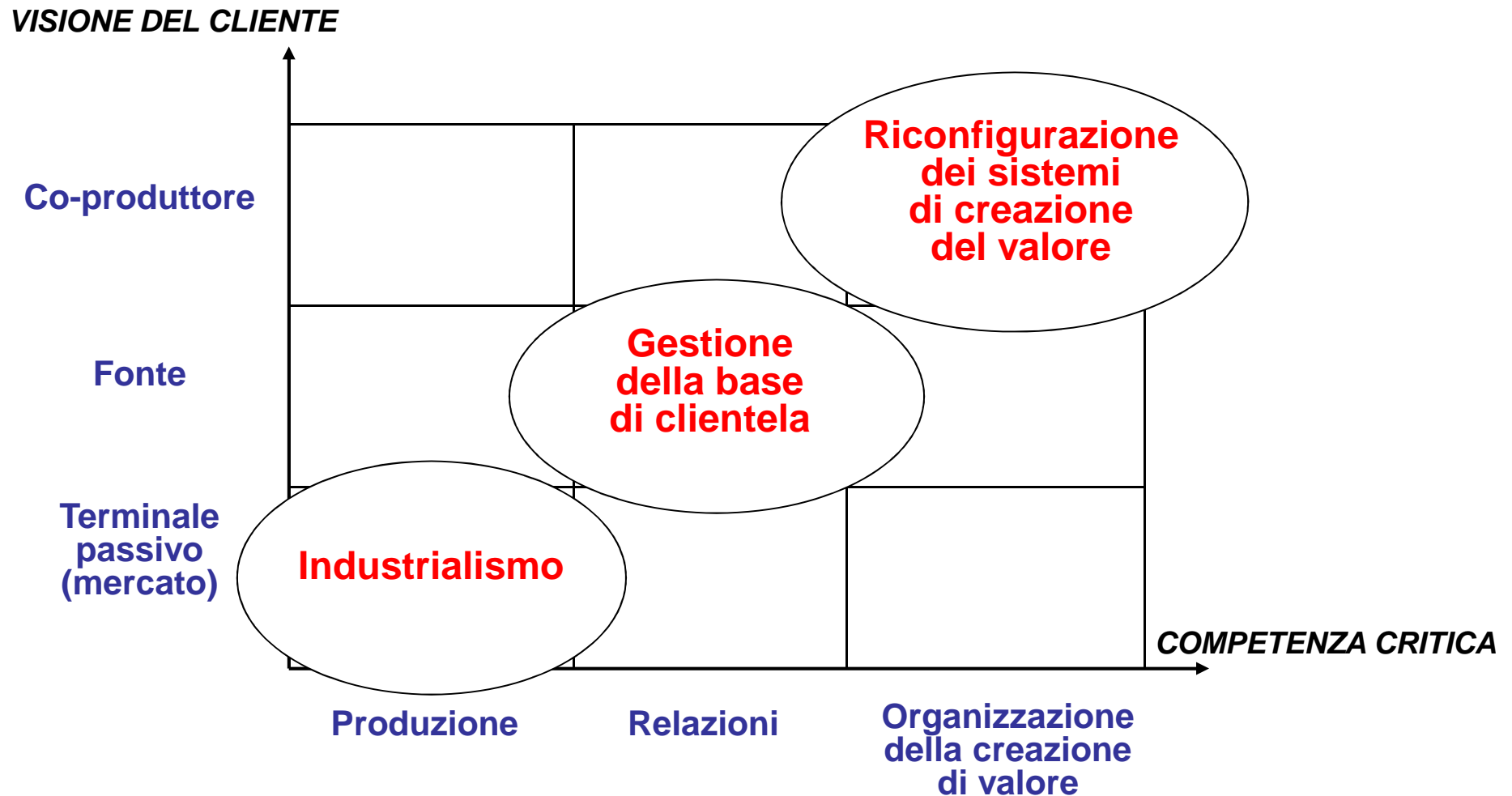
Ruolo delle imprese nell'economia di mercato



Fonte: V. Coda, adattato



L'evoluzione dei paradigmi strategici verso la creazione di valore



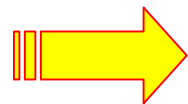
Fonte: R. Normann, 2002 Riferimento ad alcuni casi aziendali



Il caso IKEA

- ➡ **Da** piccola azienda svedese di vendita per corrispondenza di mobili **a** grande organizzazione mondiale di vendita al dettaglio di articoli di arredamento

- ➡ **Fattori di economia dei costi**
 - design scandinavo semplice e di qualità
 - ricerca su scala mondiale di fornitori di componenti
 - efficiente gestione dei magazzini
 - servizio self-service



prezzi bassi \approx 25% inferiori
a quelli dei concorrenti



👉 **Idea imprenditoriale**

- ❖ Ridefinizione dei ruoli, rapporti e prassi organizzativa del settore

Nuova divisione del lavoro verso:

⇒ **clienti**

assemblaggio di prodotti e trasporto a casa

⇒ **fornitori**

fornitura di servizi tecnici e commerciali, assistenza tecnica, apparecchiature in leasing

Accordi di co-produzione

forte impatto della tecnologia IKEA al centro di una costellazione di servizi, prodotti, design, gestione.

- ❖ La competizione si sposta dalle imprese ai sistemi di offerta
 - i prodotti e i servizi si fondono al punto di non essere più separabili



IKEA: Leader mondiale nell'arredamento domestico

DAL CATALOGO DELL'AZIENDA

QUESTO LO FA IKEA

- ➡ Progettazione e sviluppo dei prodotti
- ➡ Imballo in cartoni piatti
- ➡ Selezione, Acquisti e Produzione in grandi volumi
- ➡ Verifica della qualità e funzionalità dei prodotti

QUESTO LO FA IL CLIENTE

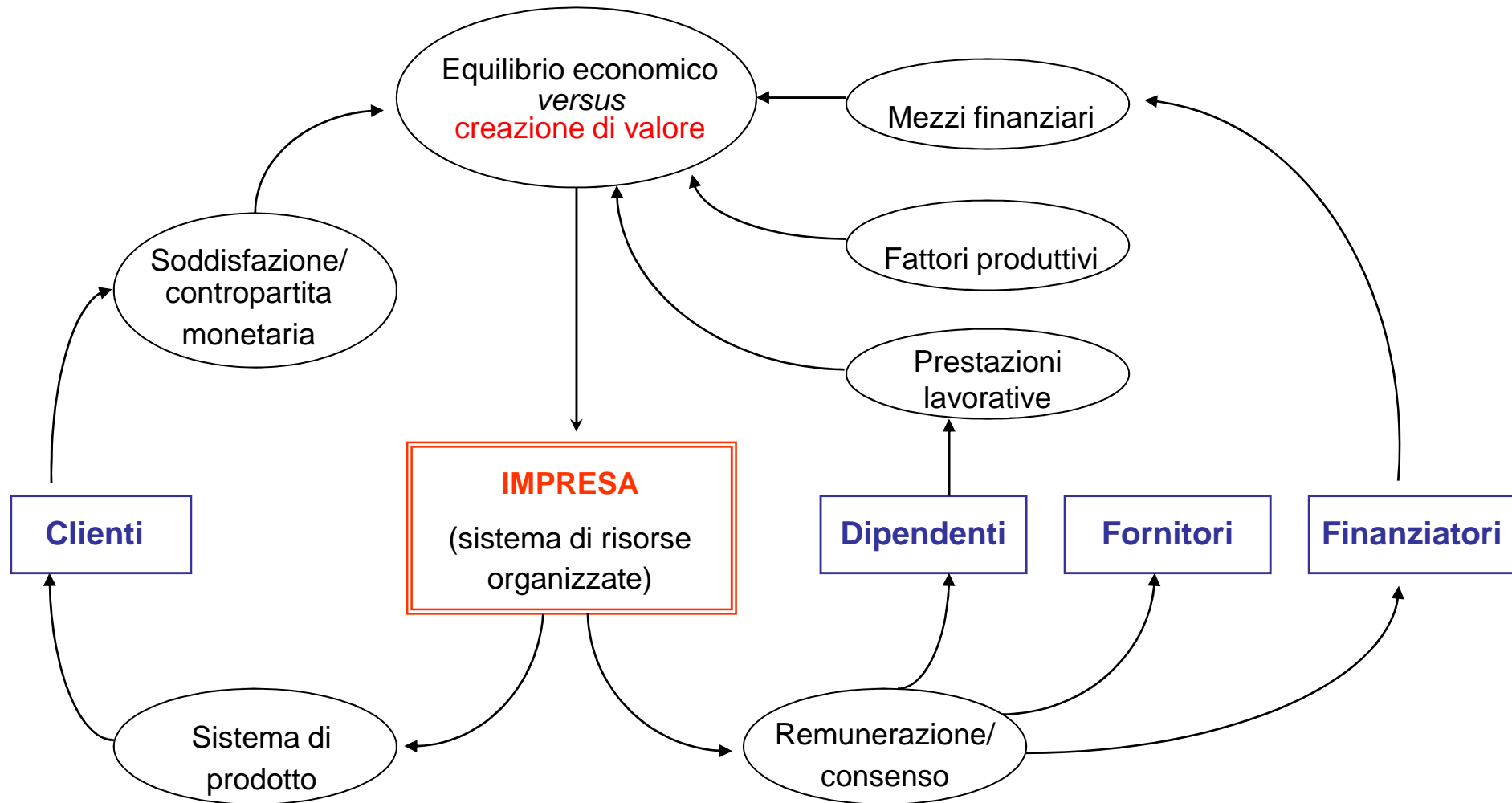
- ➡ Verifica – Scelta - Acquisto dei prodotti
- ➡ Trasporto dei mobili a casa
- ➡ Montaggio ed avviamento dei componenti

Insieme risparmiamo soldi

Analisi del business e ridefinizione dei ruoli: dell'azienda, del cliente, dei fornitori, dei dipendenti.



Il posizionamento dell'impresa nell'ambiente





Osservazioni critiche verso alcuni approcci teorici e di prassi in tema di creazione di valore

→ **Shareholder Value Approach** [Creazione di valore per l'azionista]

L'orientamento della gestione alla massimizzazione del valore del capitale investito nell'impresa, nell'ottica dell'azionista che impiega a rischio il suo capitale-risparmio, comporta la creazione di valore anche per gli altri interlocutori sociali il cui contributo è richiesto per la funzionalità dell'impresa.

→ **Stakeholder Value Approach** [Creazione di valore per tutti gli interlocutori sociali dell'impresa]

Secondo questo approccio, la proprietà e il *management* aziendale devono orientare la gestione verso l'obiettivo di creare valore per la totalità degli interlocutori sociali che gravitano nella sfera delle relazioni aziendali.

La nozione di *Stakeholder* include, oltre agli azionisti, altre categorie di interessi facenti capo ai creditori, fornitori, dipendenti, clienti, nonché il riconoscimento di una responsabilità aziendale verso la comunità civile e l'ambiente in cui l'impresa opera.

Debolezza di queste teorie, anche alla luce dell'attuale crisi economica globale



Verso una sintesi della funzione obiettivo delle imprese

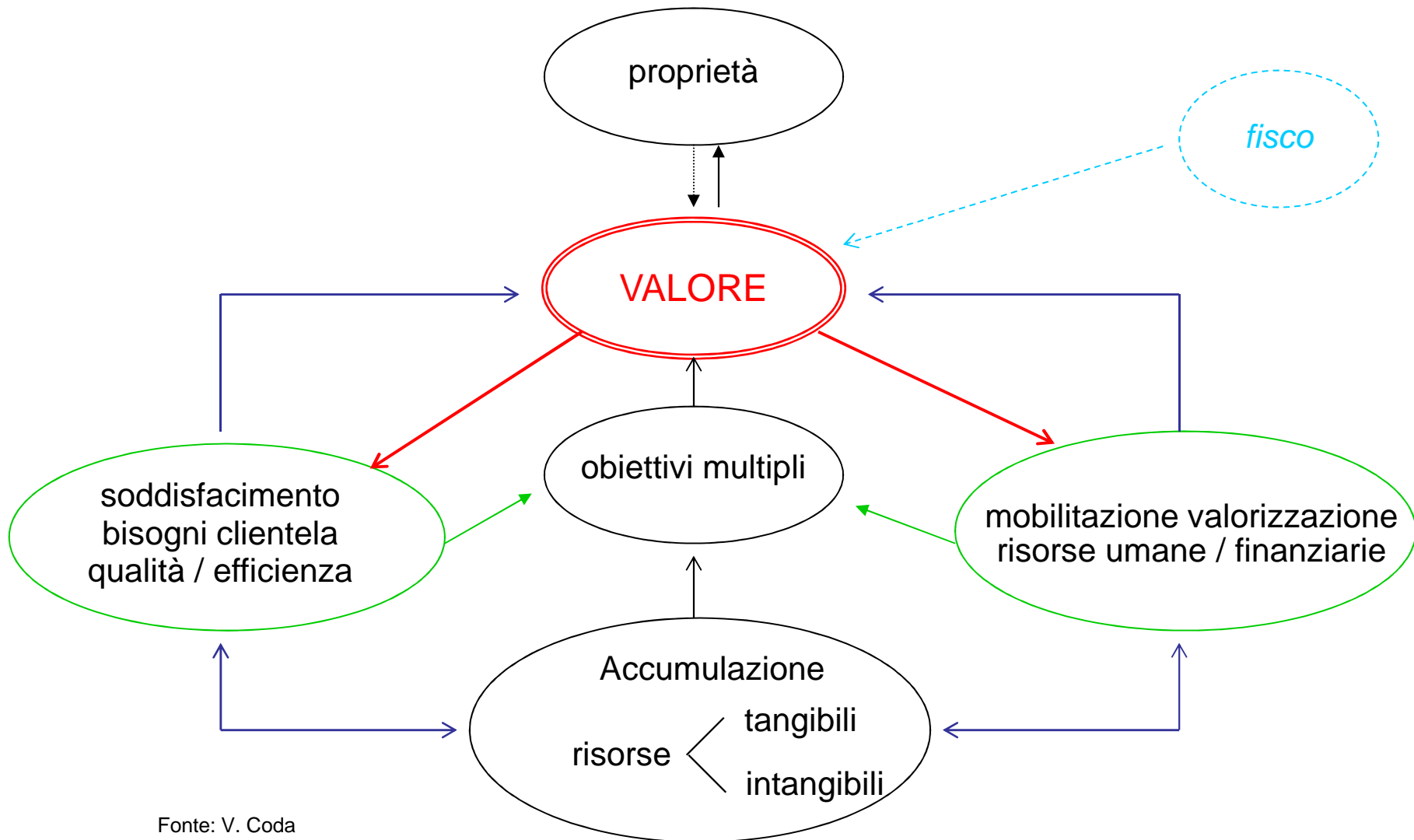
- ❑ Il **valore** è ciò che fa nascere le aziende, le mantiene in vita, le risana; è ciò che consente di diffondere il progresso economico e sociale, se ben ottenuto e ben distribuito.

- ❑ Le **imprese di successo**, di qualunque tipo, specie e dimensione sono quelle che realizzano, mediante strategie lungimiranti, un equilibrio dinamico tra tutte le dimensioni aziendali:
 - **competitiva** (sistema prodotto - mercato - tecnologia)
 - **sociale** (soddisfazione degli interessi coinvolti nell'attività aziendale)
 - **economico-finanziaria** (equilibrio reddituale, finanziario e di liquidità)

così creando le condizioni di sopravvivenza e sviluppo, in una situazione di stabilità economica e di solidità patrimoniale.



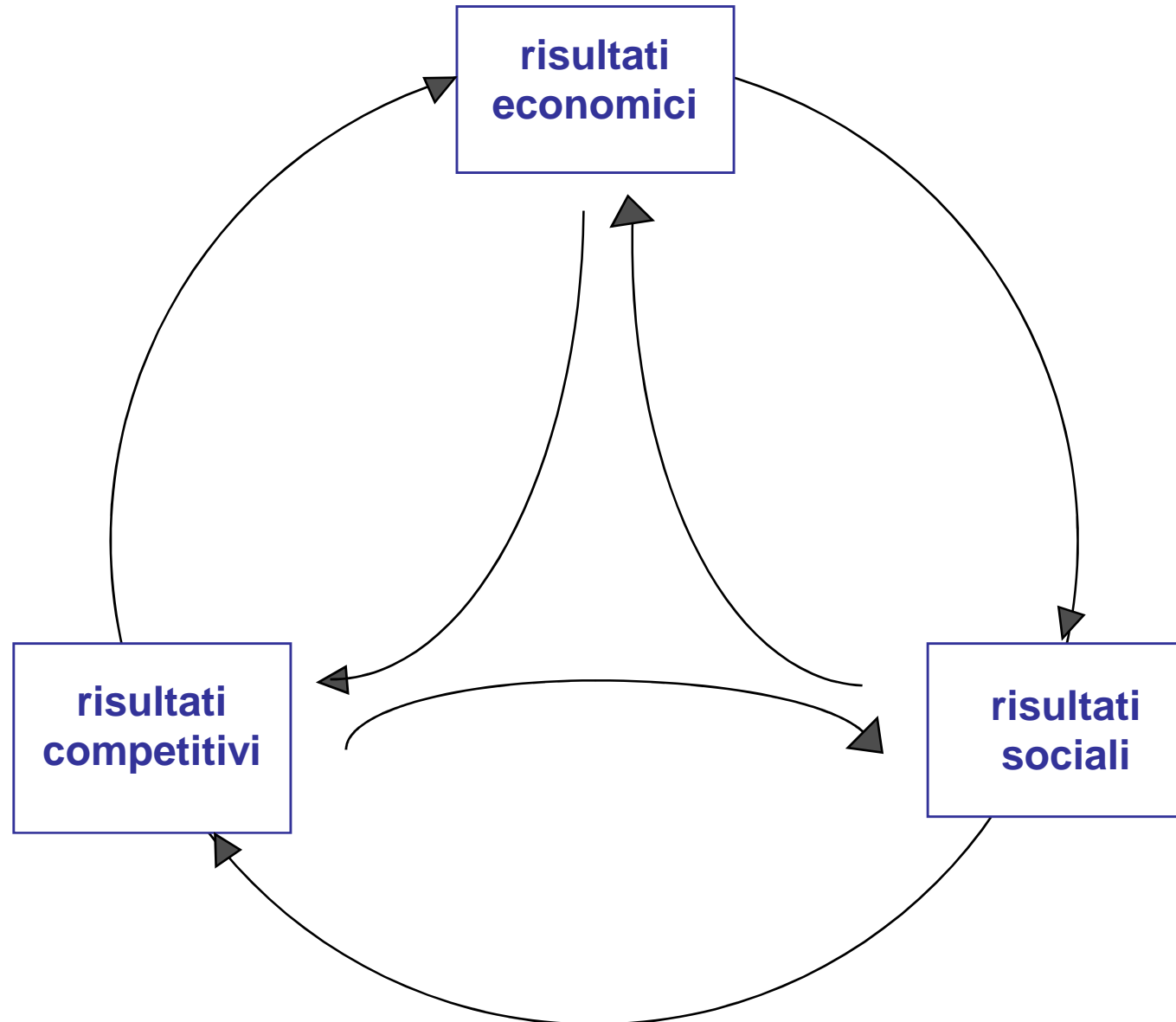
Concezione dell'impresa orientata alla creazione di valore condiviso e sostenibile nel tempo



Fonte: V. Coda



Il finalismo delle imprese





Il ruolo di un *management* capace e responsabile

Alcune proposizioni su cui riflettere

1. La **missione** di un'impresa delimita il campo di attività aziendale:
che cosa produrre - come e *per chi produrre* e costituisce il riferimento fondamentale della strategia che dà respiro di lungo periodo all'azione imprenditoriale.
2. Il **compito** del Management è quello di tradurre la missione dell'impresa ad esso affidata in una concreta e valida strategia





3. La risposta imprenditoriale all'esercizio dell'attività d'impresa si esprime nella capacità **di innovazione a tutto campo** delle dimensioni:

- organizzativa – gestionale – di processo – di prodotto
- in una proiezione temporale di lungo termine
- con investimenti in competenze fondamentali, materiali ed intangibili:
 - accumulazione di sapere tecnologico
 - accumulazione di conoscenze organizzative

4. **Responsabilità** primaria del Management è quella di gestire e preservare l'impresa come «**bene comune**».

Presuppone la capacità di combinare l'accumulazione del Capitale con il progresso delle conoscenze e lo sviluppo organizzativo (luogo di soluzione dei conflitti Capitale/Lavoro).

➡ **Alcune riflessioni sulla crisi globale in corso**



Parte prima: Il valore d'impresa tra teoria e prassi aziendale

2. Finalità e ambiti di misurazione del valore economico d'impresa

- Gli ambiti nei quali si manifesta la necessità di determinare il valore economico d'impresa: le operazioni di finanza straordinaria. Le strategie di sviluppo e di integrazione
- (segue): la formazione dei valori di bilancio. Le analisi delle *performance* aziendali

Prof. Antonio Tessitore
venerdì 1° marzo 2013



Ambiti di misurazione del valore economico di impresa

1. Operazioni di finanza straordinaria
2. Strategie di sviluppo, di integrazione e di ristrutturazioni aziendali
3. Formazione dei valori di bilancio
4. Analisi delle *performance* aziendali



1. Operazioni di finanza straordinaria

- Operazioni che esigono la determinazione del valore economico per uno scopo di **garanzia societaria**
- Rilevano gli aspetti formali e l'esigenza di dimostrabilità dei valori stimati e la razionalità dei metodi di calcolo
- Casistica variegata

Fattispecie rilevanti

- ❑ **Cessioni** di aziende o di rami aziendali
- ❑ **Conferimenti** di aziende o rami aziendali a Società per Azioni, in Accomandita per Azioni, a Responsabilità Limitata
 - la valutazione è imposta a garanzia della effettiva consistenza dei valori conferiti - Artt.: 2343 e 2465 Codice Civile



□ **Fusioni** tra le aziende

< per incorporazione
in senso stretto o “pure”

Finalità della valutazione

→ determinazione del rapporto di valore

< tra le azioni delle società che si fondono
tra le azioni delle società che si fondono
e le azioni della costituenda società

□ **Scissioni** di aziende

< Totale < proporzionale
Parziale non proporzionale



□ **Altre operazioni** sul capitale

- Aumento di capitale sociale con emissione di azioni a pagamento
- Determinazione del **rapporto di conversione** per le emissioni di obbligazioni convertibili – **Emissioni di warrants**
- **Riduzione del capitale** per liquidazione di uno o più soci
- Scelta del **prezzo iniziale di quotazione** in Borsa IPO (*Initial Public Offering*)
- Fissazione del prezzo base per OPA o OPV
-



2. Strategie di sviluppo, di integrazione e di ristrutturazioni aziendali

- operazioni di **acquisizioni e fusioni** di imprese (*Mergers & Acquisitions*)
- misurazione dell'eventuale **gap di valore**
- rischio di **acquisizioni a prezzi eccessivi**
- operazioni di **mantenimento o cessione di aree di affari** o di società controllate
- **sinergie** ottenibili dalle fusioni ...
- interventi di **ristrutturazioni industriali** e/o finanziarie di imprese o di gruppi



3. Formazione dei valori di bilancio

- posizione classica della relazione
“*capitale di bilancio – capitale economico*”
- valutazione delle attività intangibili e del *goodwill*

4. Analisi delle performance aziendali

- limitata significatività dei valori contabili dei risultati economici (operativi e netti) di periodo
 - politiche di bilancio
 - limitata valorizzazione degli “*intangibles*”
 - limitata considerazione dei rischi riguardanti la futura gestione
- da qui la necessità di accertare con metodologia appropriata, ad intervalli ricorrenti, la variazione periodica del valore dell'azienda



In generale la *performance di periodo* è uguale a

$$\Delta W_{t_k} + D_{t_k} - \Delta C_{t_k}$$

ΔW_{t_k} = variazione di capitale economico nell'esercizio t_k

D = dividendi distribuiti

ΔC = eventuale incremento di capitale proprio

→ tra gli indicatori più significativi di performance

- *Economic Value Added* (EVA)
- Risultato Economico Integrato (REI), nelle diverse configurazioni.