



**Università degli Studi di Verona**  
**Facoltà di Economia**

**TEORIA DEL VALORE D'IMPRESA**

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



## Programma del corso

- PARTE PRIMA** Il valore d'impresa tra teoria e prassi aziendale
- PARTE SECONDA** Misurazione ed analisi del valore economico del capitale d'impresa
- TAVOLA ROTONDA** Relazioni tra le conoscenze tecniche, la capacità di analisi dei problemi aziendali e la professionalità nella ricerca di soluzioni efficaci



## Bibliografia

- ❑ Lezioni dialogate sulla base dei luci proiettati in aula
- ❑ Letture segnalate dai docenti
- ❑ Libro di testo: Guatri L., Bini M., *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2007, *parti che verranno segnalate*



## Prove di esame

L'esame comporta per tutti (frequentanti e non frequentanti) una prova scritta. La prova scritta riguarderà i profili teorici del corso e il calcolo del valore economico di un'impresa o di un ramo aziendale.

La prova orale potrà essere scelta in via facoltativa dallo Studente.



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

### ***1. L'orientamento della gestione alla creazione di valore***

- I “paradigmi” quali strumenti di conoscenza di realtà aziendali complesse: il paradigma della creazione di valore
- L'evoluzione dei paradigmi strategici
- La relazione azienda-valore

Prof. Antonio Tessitore

*martedì 24 febbraio 2009*



## PARADIGMA DELLA QUANTITA'

Tecnologia meccanica

Economia di scala

Orientamento alla produzione

Organizzazione gerarchica

Valore generato dai margini

Tecnologie distinte

Sfruttamento ambientale

## PARADIGMA DELLA QUALITA'

Tecnologia elettronico-informatica

Economia di tempo

Orientamento al mercato

Organizzazione per progetti

Valore dal rendimento-rischio  
*(Performance)*

Tecnologie aggregate

Attenzione all'ambiente in quanto risorsa consumabile



## PARADIGMA DELLA QUALITA'

Tecnologia elettronico-informatica

Economia di tempo

Orientamento al mercato

Organizzazione per progetti

Valore dal rendimento-rischio  
(Performance)

Tecnologie aggregate

Attenzione all'ambiente in quanto risorsa consumabile

## PARADIGMA DELL'ARMONIA

Tecnologia intelligente

(Analogica, digitale, multimediale)<sup>1</sup>

Economia della convenienza

Personalizzazione dell'offerta

Architettura delle organizzazioni

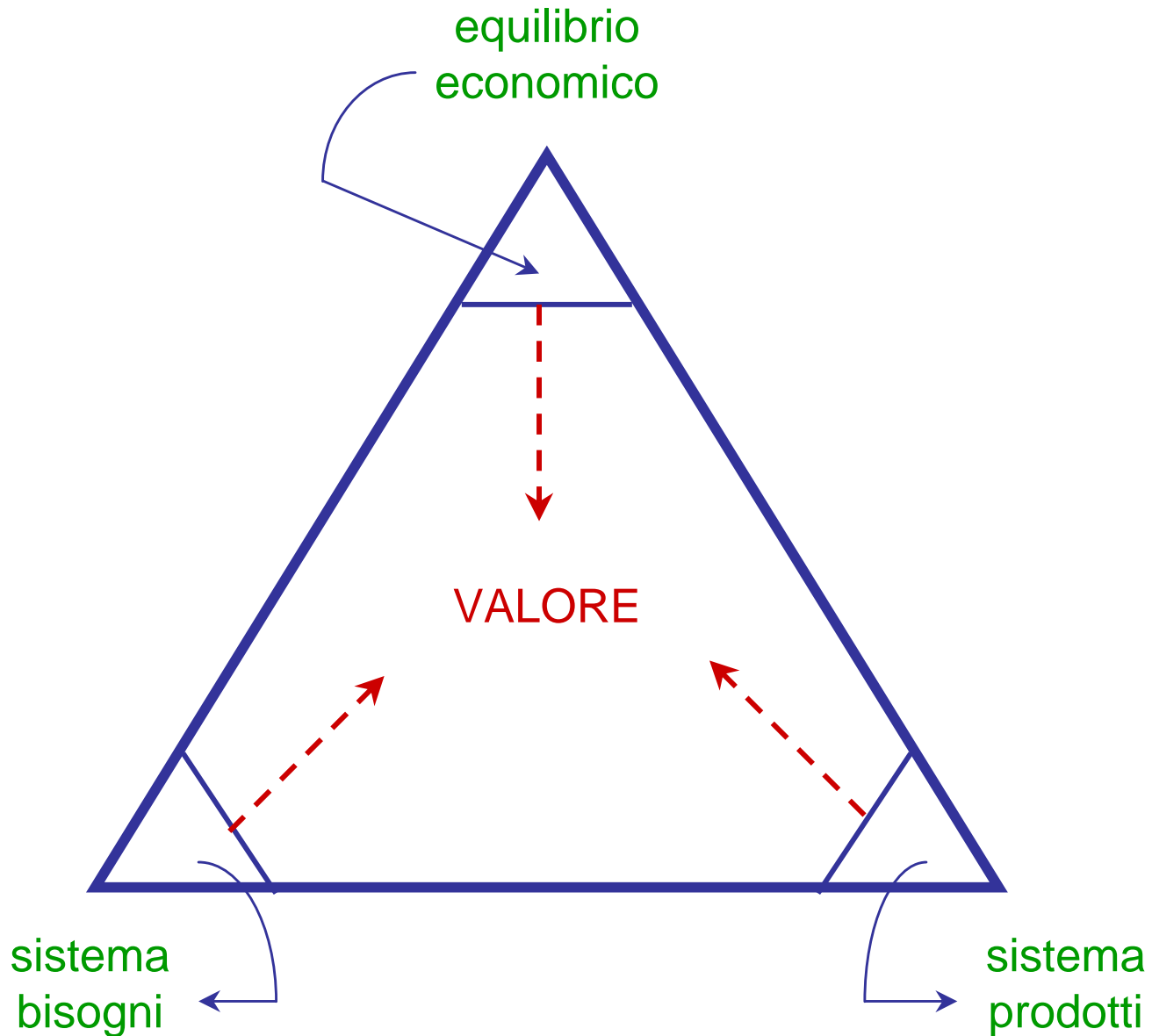
Coerenza della Formula Imprenditoriale  
(dimensioni: competitiva, sociale,  
economico-finanziaria)

Fusione delle tecnologie

Rigenerazione delle risorse ambientali

<sup>1</sup> da informatica a flussi informativi razionalizzati

# Azienda e Valore





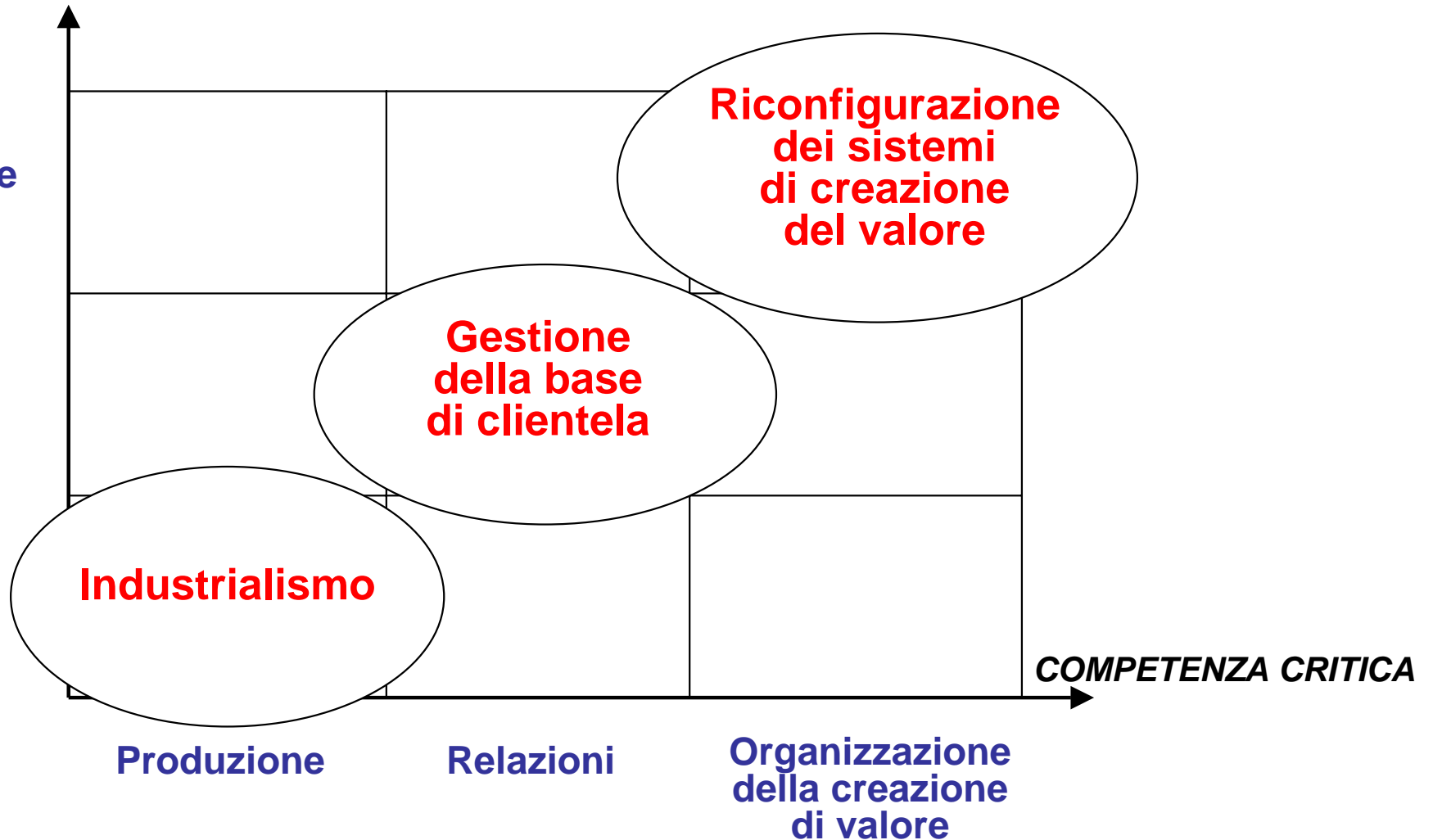
# L'evoluzione dei paradigmi strategici

**VISIONE DEL CLIENTE**

**Co-produttore**

**Fonte**

**Terminale  
passivo  
(mercato)**

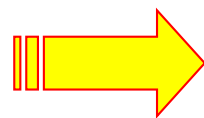


# I K E A

➔ **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.



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

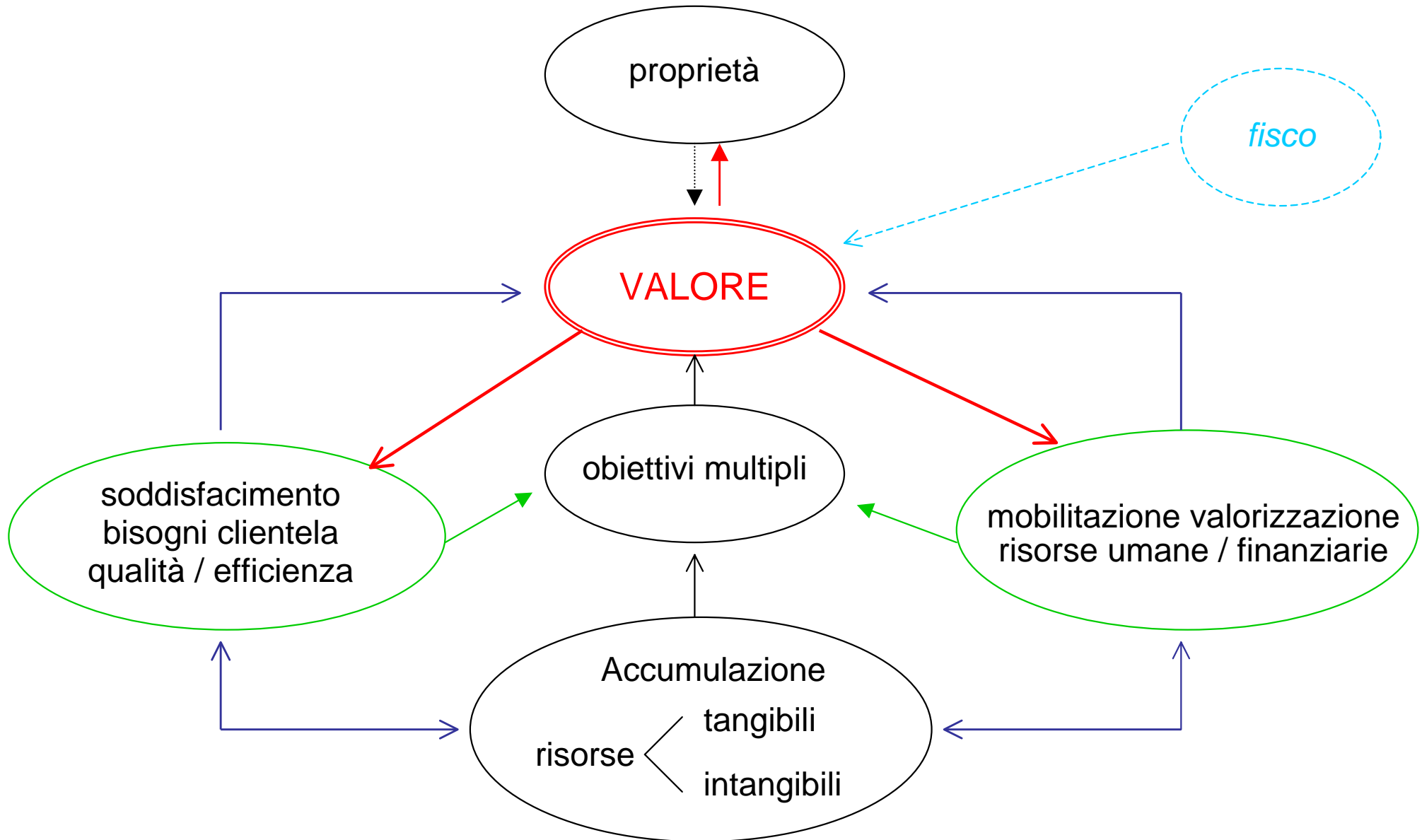
### *2. Politiche e leve di creazione del valore*

- Il valore come vettore degli obiettivi aziendali
- Le leve di creazione del valore di impresa
- La produzione continua di valore

Prof. Antonio Tessitore

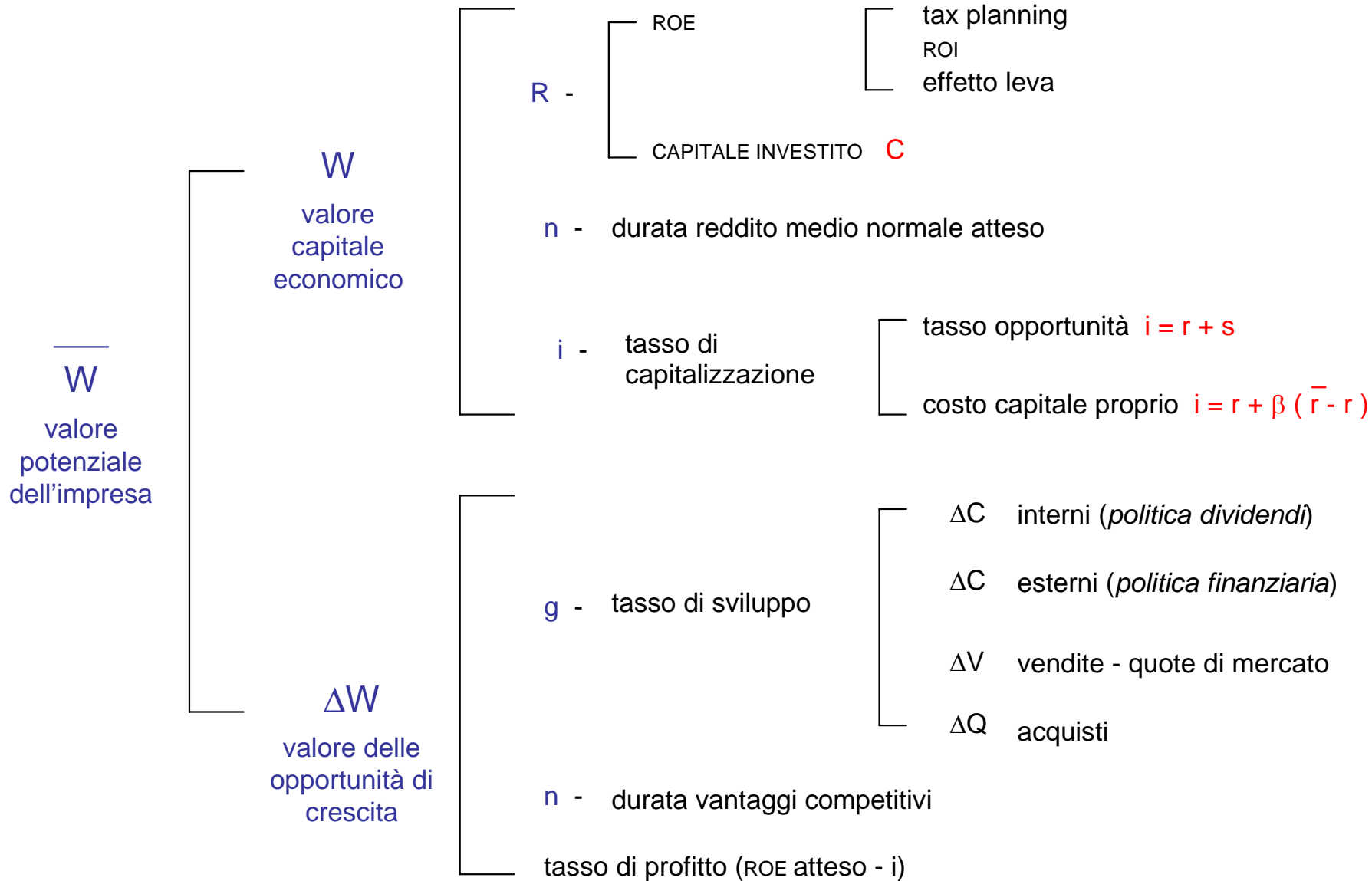
*Venerdì 27 febbraio 2009*

# Concezione di fondo dell'impresa "innovativa"



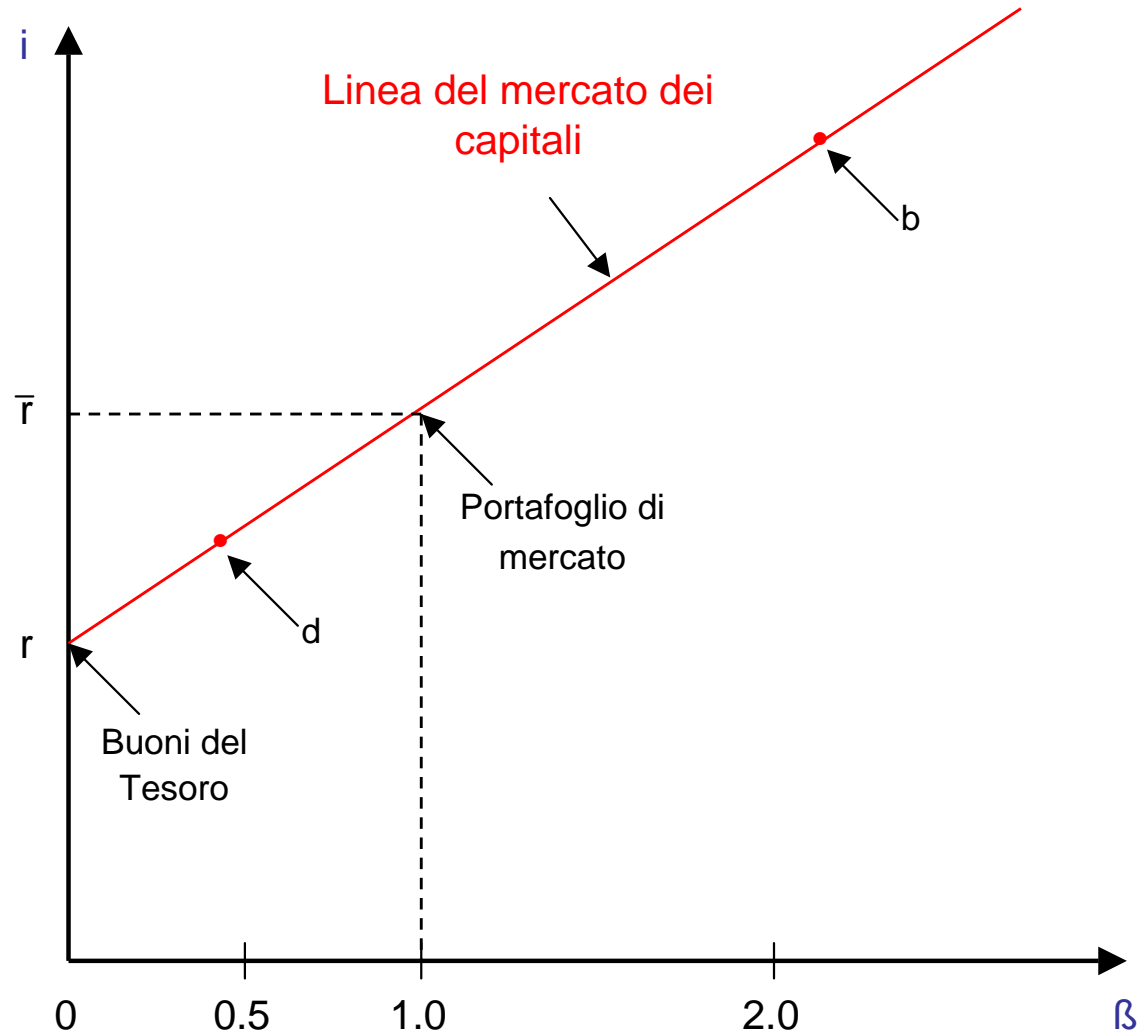


# Leve del valore



# Relazione tra rischio e rendimento

Rendimento atteso dell'investimento

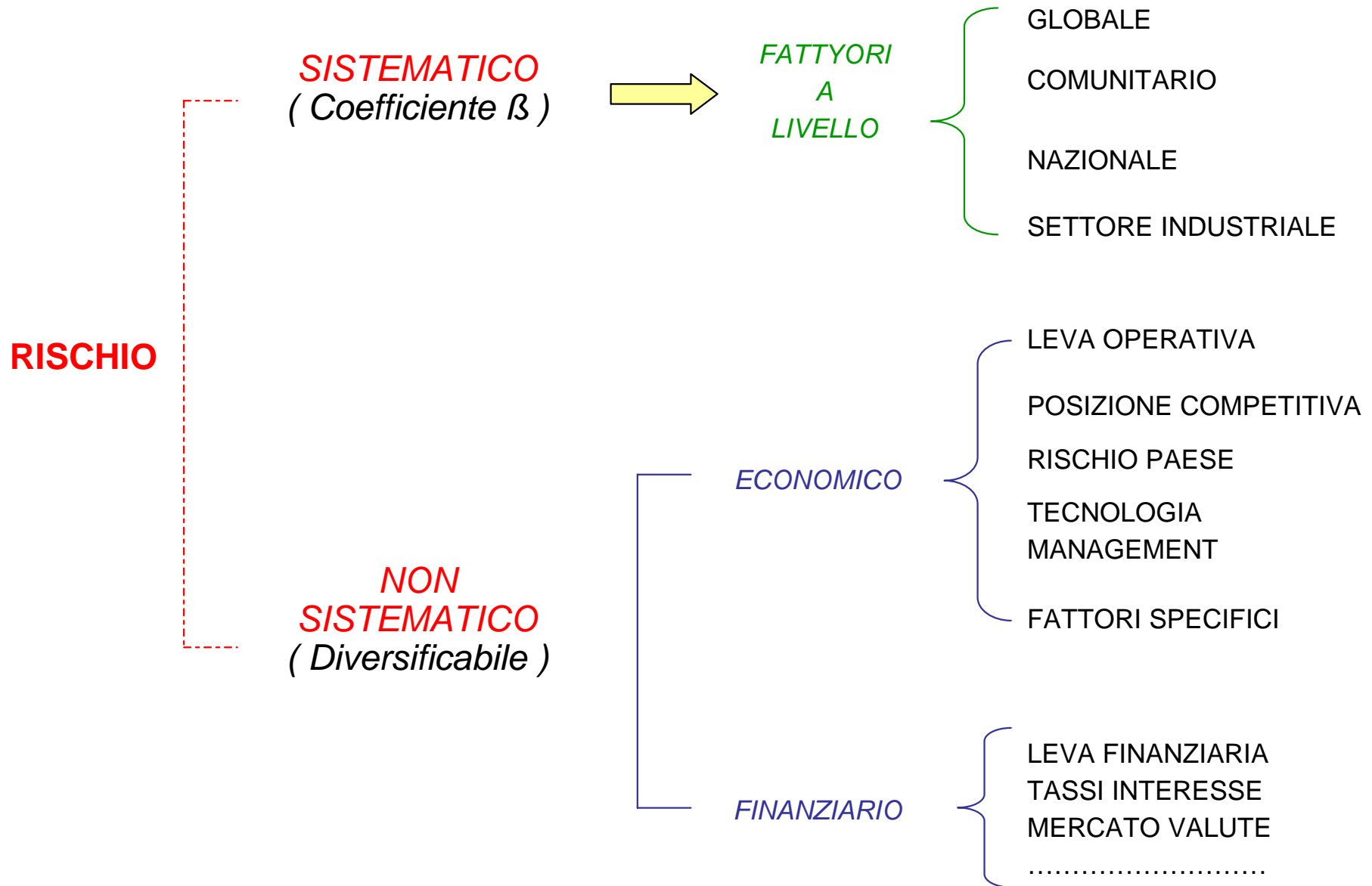


$$i = r + \beta (\bar{r} - r)$$

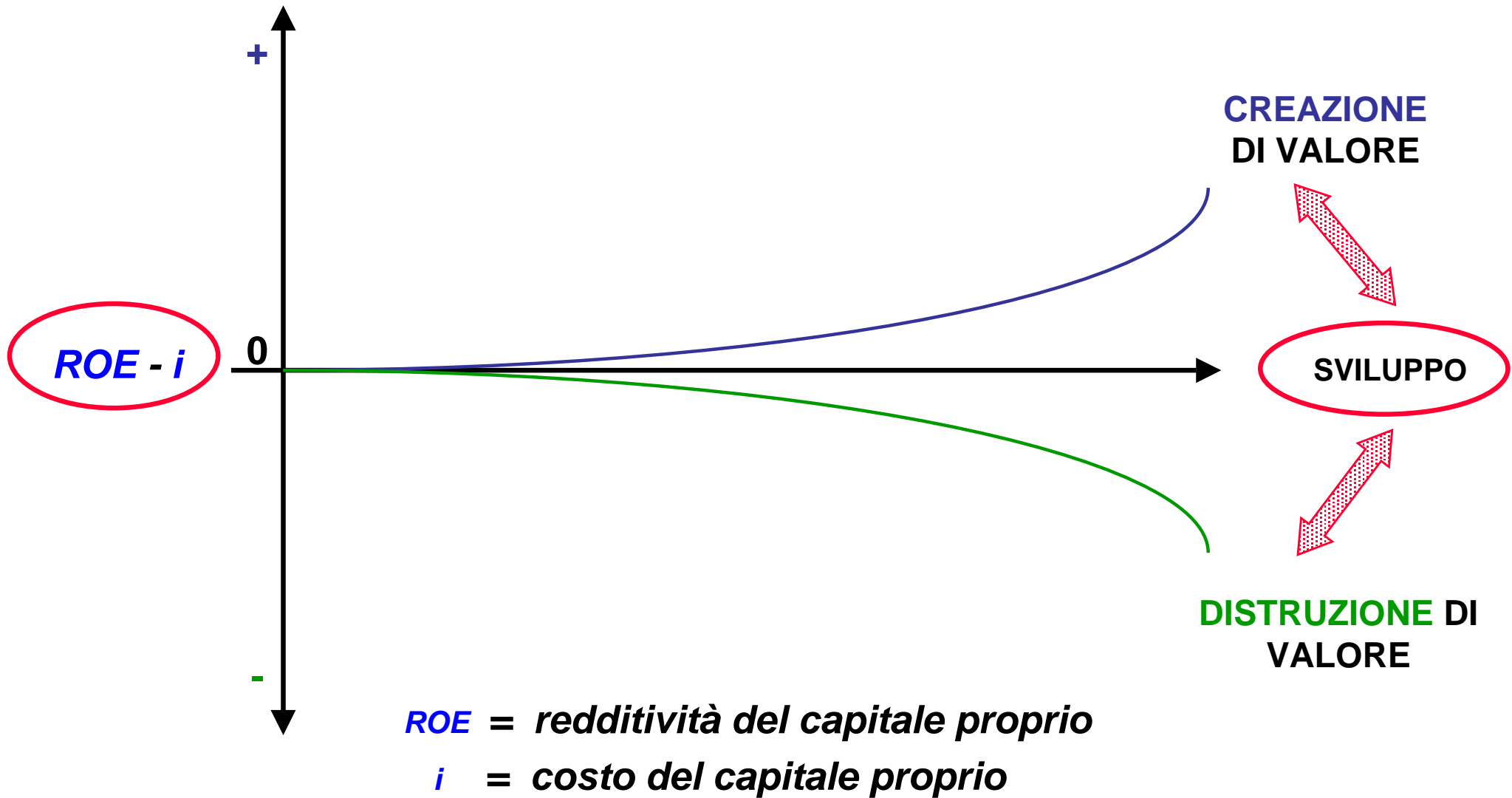




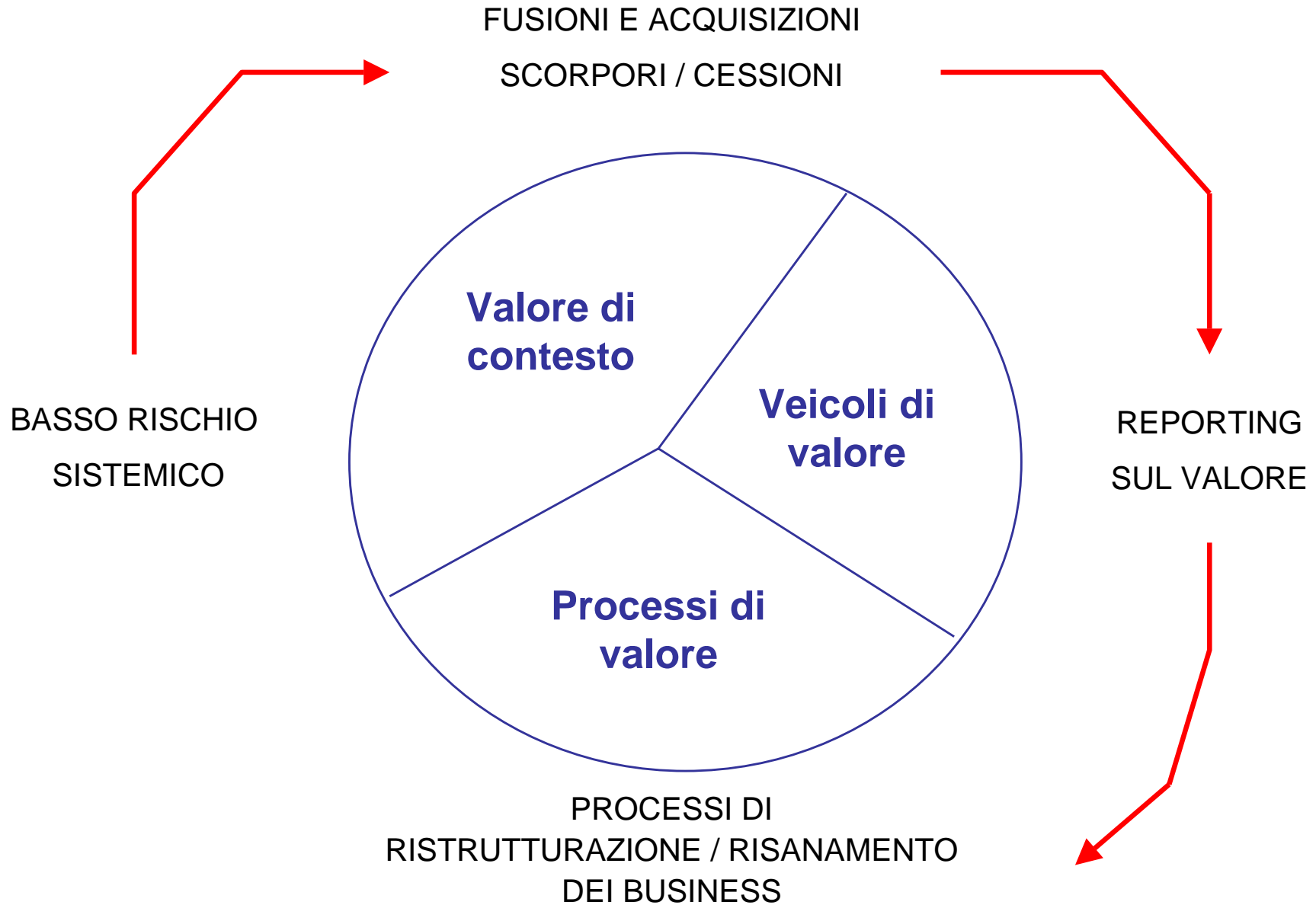
# Analisi del rischio d'impresa



# Creazione di valore e crescita



# Sistema di creazione continua di valore





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

### *3. Ambiti nei quali si manifesta l'esigenza di conoscere il valore economico delle imprese*

- Operazioni di finanza straordinaria
- Strategie di sviluppo, di integrazione e di ristrutturazioni aziendali
- Valutazioni di bilancio
- Valutazione della *performance* aziendale

Prof. Antonio Tessitore

*martedì 3 marzo 2009*

## 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  
Parziale
- < proporzionale  
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

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

$\Delta W_{t_k}$  = variazione di capitale economico nell'esercizio  $t_k$

$D$  = dividendi distribuiti

$\Delta C$  = eventuale incremento di capitale proprio

→ tra gli indicatori più significativi di performance

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



## Lecture segnalate dal docente

*Prof. Antonio Tessitore*

□ A. Tessitore, *Una riconsiderazione del concetto di azienda*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, Rirea Editrice, n.3/4 (marzo-aprile), 1997, pp. 114-130.

□ L. Guatri, *Vie e strumenti per la creazione di “nuovo” valore in La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, Milano, 1991, pp. 47-62.

**N.B.** Copia delle due letture è depositata presso la copisteria *Il Sentiero*