



Università degli Studi di Verona
Facoltà di Economia

TEORIA DEL VALORE ECONOMICO

Prof. A. Tessitore - Dott. U. Lassini



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 lucidi 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
- La relazione azienda - valore
- Il “valore” come vettore degli obiettivi aziendali

Prof. Antonio Tessitore

Lunedì 23 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 in termini di rendimento-rischio
(Performance)

Tecnologie aggregate

Attenzione all'ambiente in quanto risorsa consumabile

PARADIGMA DELL'ARMONIA

Tecnologia intelligente

(Analogica, digitale, multimediale)¹

Economia della convenienza

Personalizzazione dell'offerta

Architettura delle organizzazioni

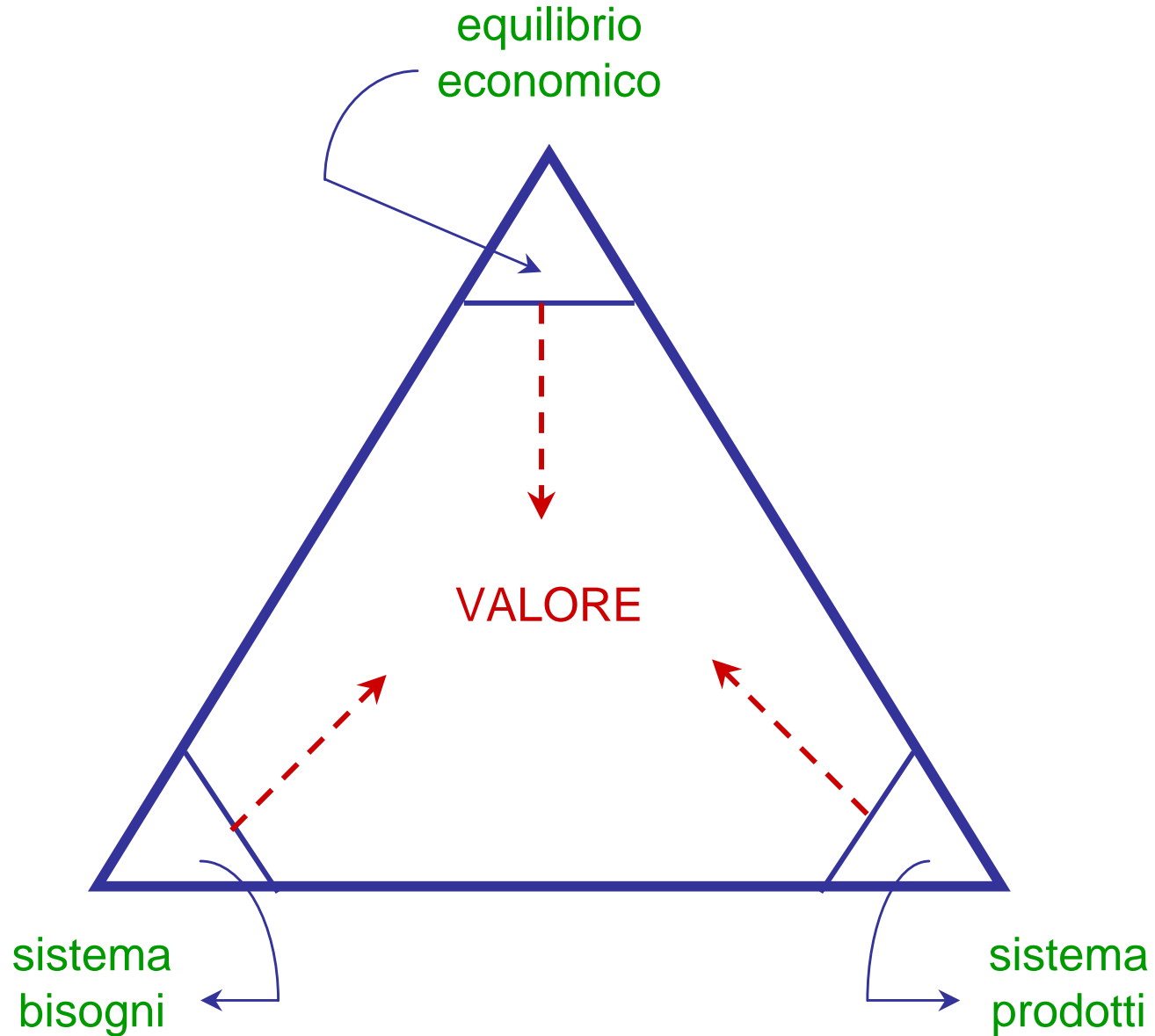
Coerenza della Formula Imprenditoriale
(dimensioni: competitiva, sociale,
economico-finanziaria)

Fusione delle tecnologie

Rigenerazione delle risorse ambientali

¹ da informatica a flussi informativi razionalizzati

Azienda e Valore

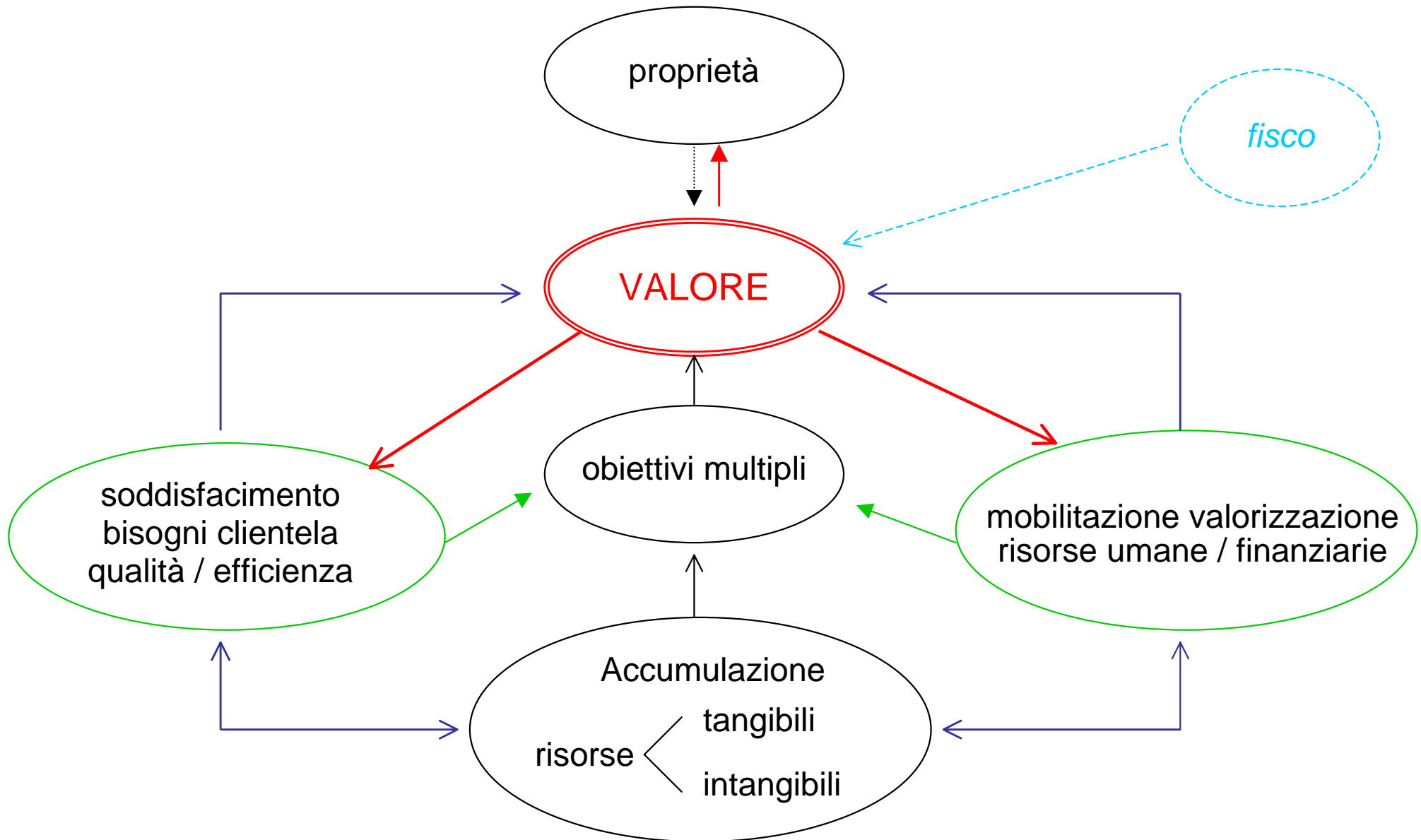


L'evoluzione dei paradigmi strategici



Fonte: R. Normann, 2002

Concezione di fondo dell'impresa "innovativa"

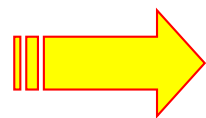


I K E A

➡ **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.



2. 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 24 febbraio 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

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

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.



3. Il processo di valutazione: un quadro logico di riferimento

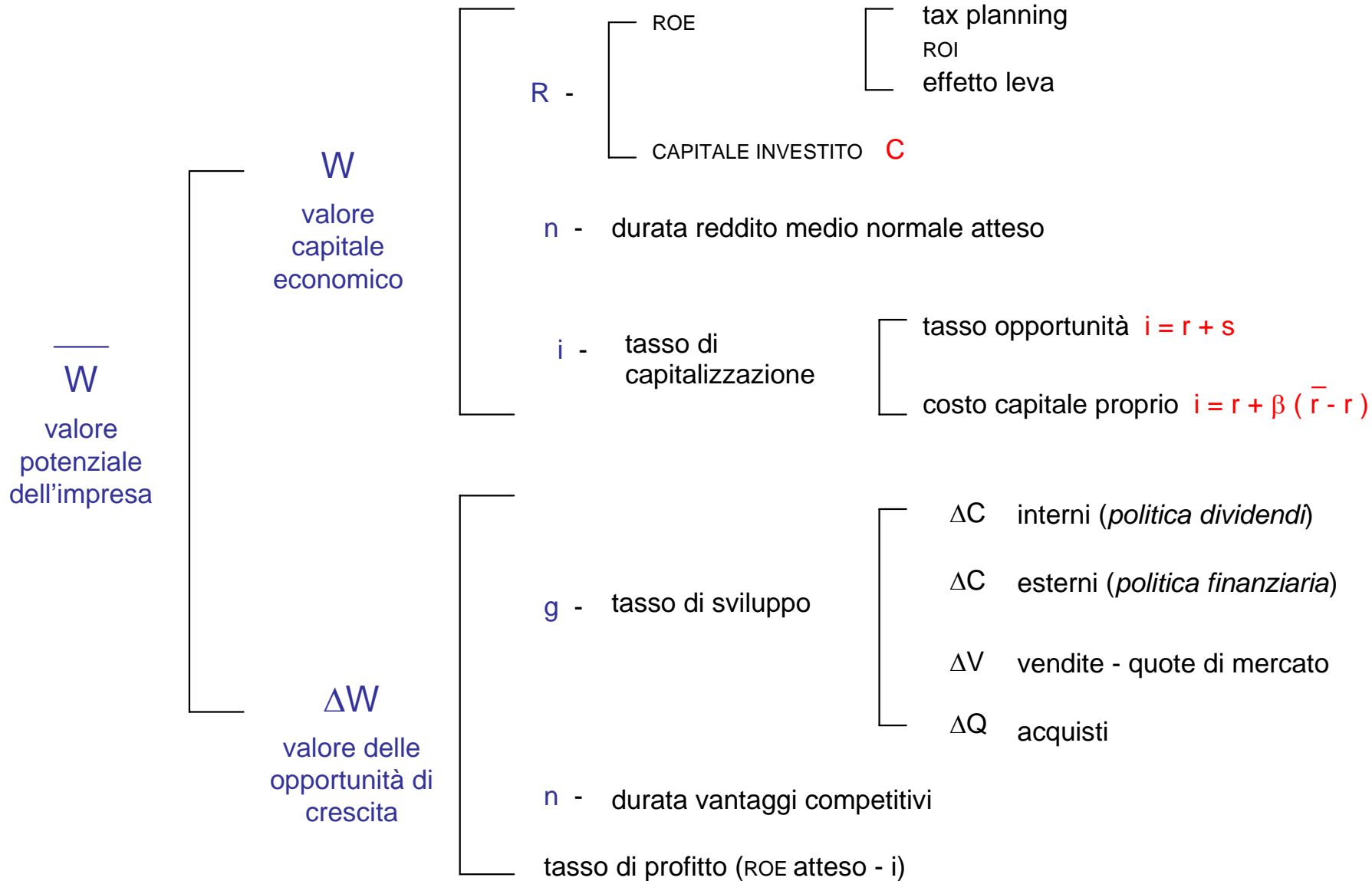
- Le leve del valore economico di impresa
- I modelli e i metodi di valutazione

Prof. Antonio Tessitore

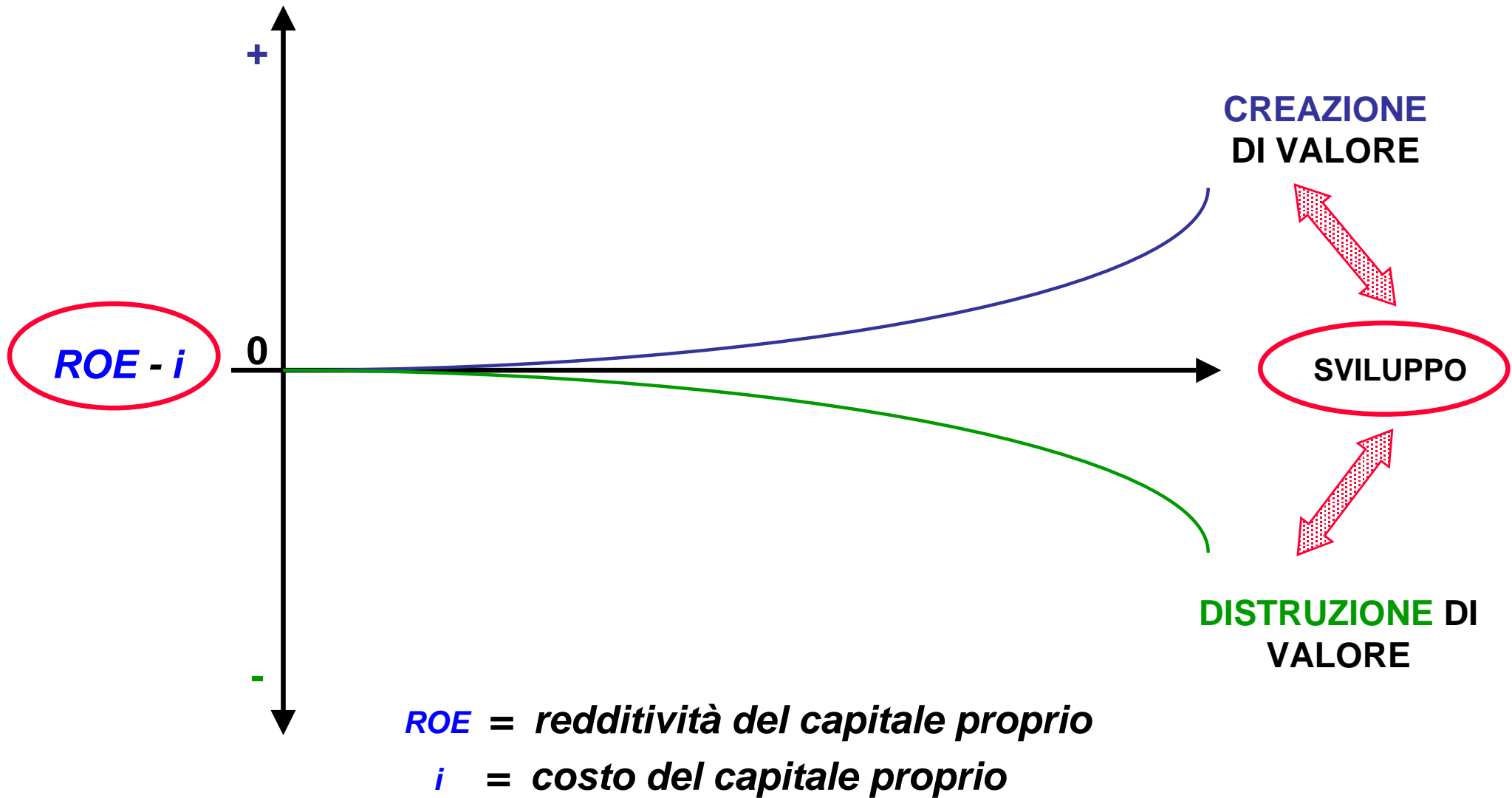
lunedì 2 marzo 2009



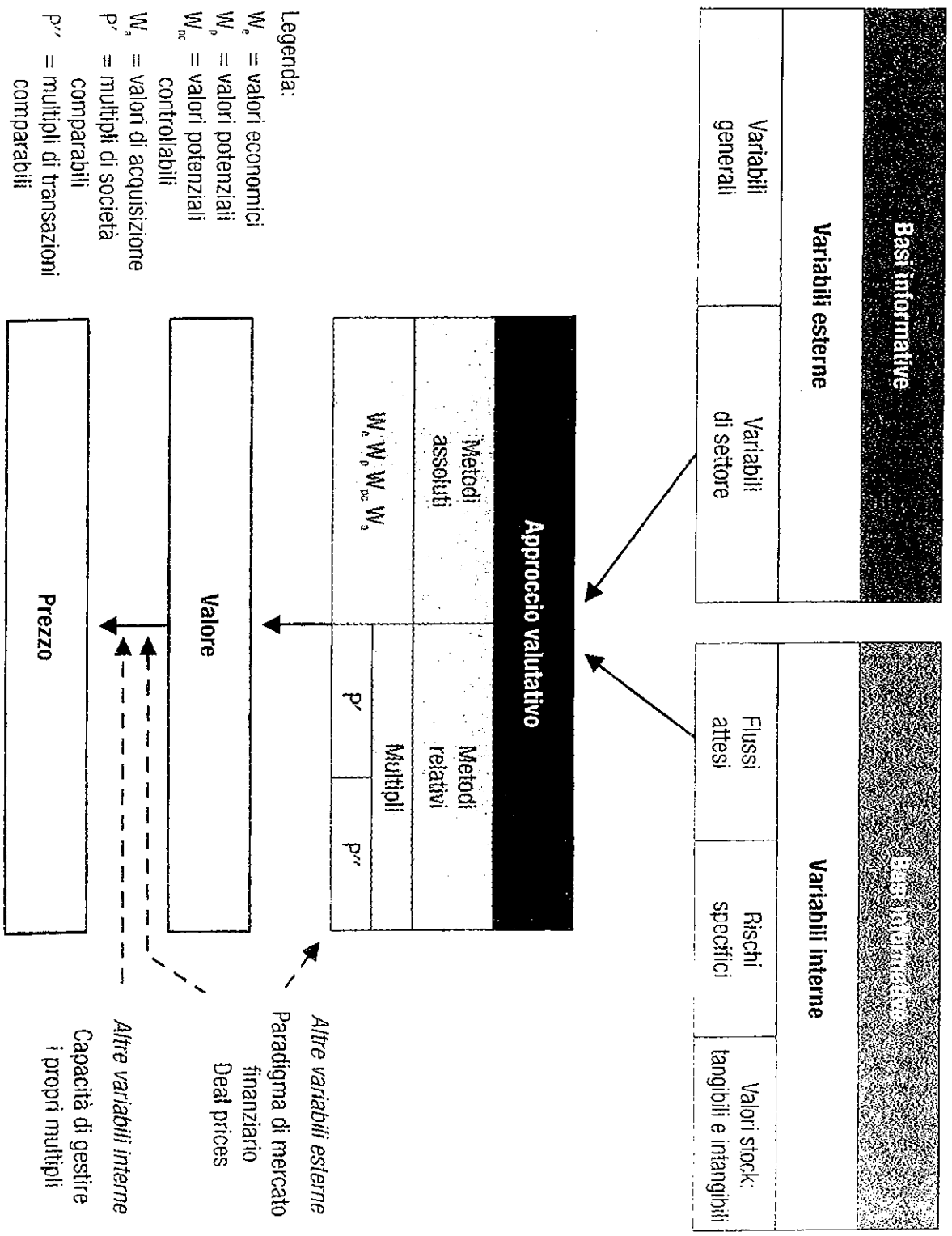
Leve del valore



Creazione di valore e crescita



Valori assoluti, valori relativi e prezzo: loro determinanti

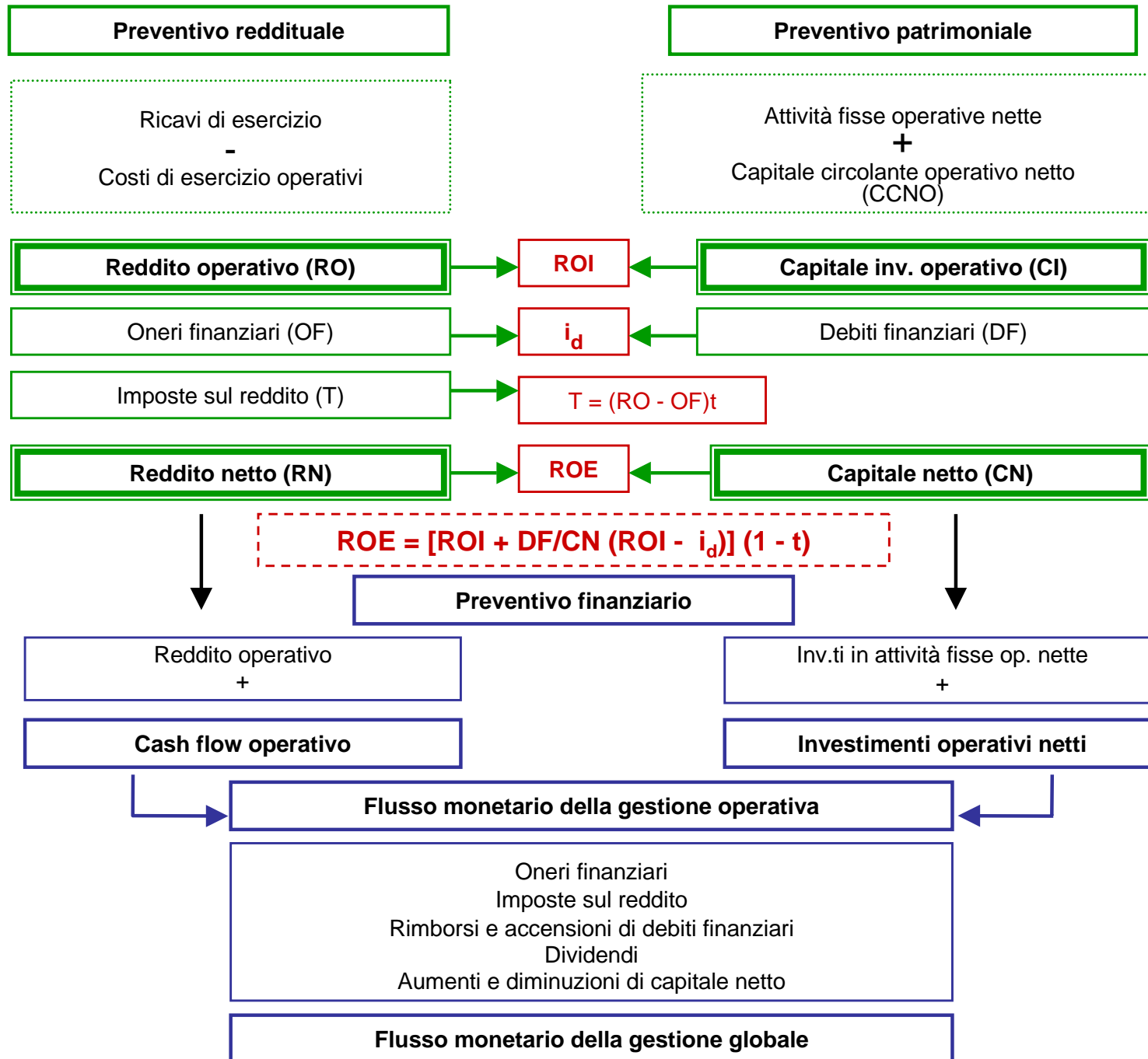


Legenda:

- W_e = valori economici
- W_b = valori potenziali
- W_{pc} = valori potenziali controllabili
- W_s = valori di acquisizione
- P' = multipli di società comparabili
- P'' = multipli di transazioni comparabili



Modello contabile





Equazione della redditività di impresa

$$\frac{R_n}{C_n} = \left[\frac{R_o}{C_i} + \left(\frac{R_o}{C_i} - \frac{O_f}{C_t} \right) \frac{C_t}{C_n} \right] \frac{R_n}{R'n}$$

ROE
Tasso di
sviluppo
potenziale

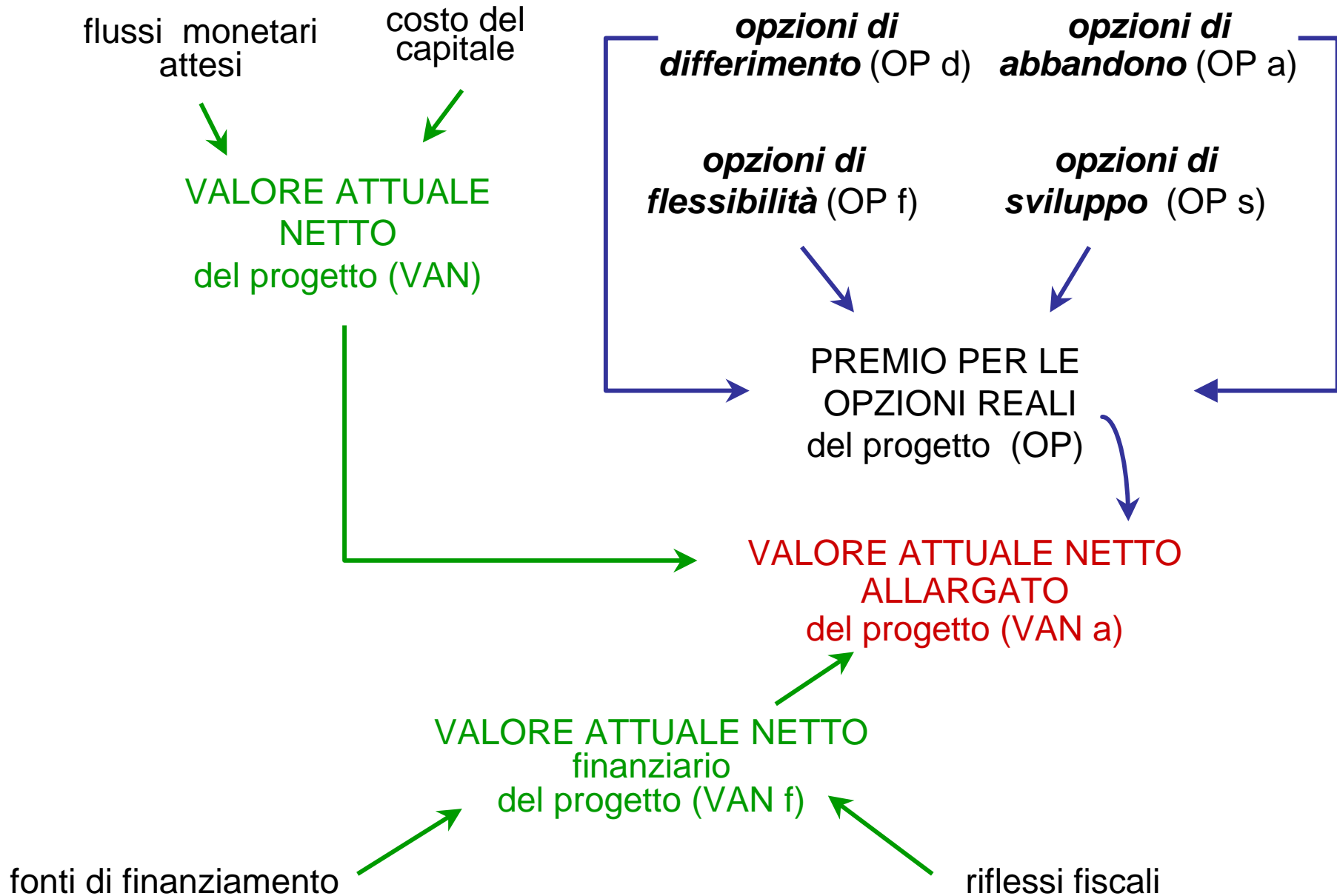
ROI
Rendimento
del
“business”

Costo
medio
del capitale
di indebi-
tamento

Rapporto
di
indebi-
tamento

Tasso di
incidenza
oneri e
proventi
extra

Modello finanziario





Bibliografia Parte prima

Letture integrative

- ❑ 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.
- ❑ R. Normann, *Evoluzione dei paradigmi strategici* in Ridisegnare l'impresa. Quando la mappa cambia il paesaggio, ETAS, Milano, 2002, pp. 15-27.
- ❑ 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 letture è depositata presso la copisteria *Il Sentiero*