

---

# Prof. Eugenio Comuzzi

Ordinario di Economia Aziendale nell'Università di Udine  
Docente di Ragioneria 1 e 2, Metodologie e Determinazioni Quantitative d'Azienda 1 e 2,  
Economia dei Gruppi nell'Università di Udine

## 20, Metodologie 1

**Performance e valore d'impresa.  
Valore e modelli di determinazione.  
Approfondimenti**

# L'agenda

---

- Completare l'esame intorno al tema del valore, precisando alcuni nuovi concetti di valore e di prezzo
- Introdurre il tema della complessità
- Porre le premesse per coniugare il tema della complessità con quello del valore
- Fornire alcune proposte conclusive in tema di misurazione del valore economico aziendale

# Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.

## Quale valore?

---

### **Alcune “considerazioni tecniche” intorno al valore**

**G.Zappa, Il reddito d’impresa, p.81:** “... il capitale economico è un valore unico, risultante dalla capitalizzazione dei redditi futuri”.

**G.Zappa, Le produzioni nell’economia delle imprese, p.474:** “il capitale economico non può valutarsi consapevolmente che sul fondamento dei presunti redditi futuri capitalizzati ad un saggio di reddito o di interesse detto appunto saggio di capitalizzazione”.

**G.Ferrero, La valutazione economica del capitale d’impresa, pp.2-3:** “Il capitale economico d’impresa non rappresenta un aggregato di elementi autonomi, variamente accostabili o dissociabili, ma si appalesa invece come un complesso economico determinato in funzione non soltanto dei suoi elementi costitutivi, ma anche delle relazioni che rendono complementari codesti elementi in aderenza alla funzione strumentale esplicita – più o meno utilmente o addirittura negativamente – dalla mobile coordinazione patrimoniale nell’ambito della dinamica coordinazione d’impresa, della quale è parte integrante”.

**G.Ceriani, Il trasferimento dell’impresa in economia aziendale, pp. 21-24:** “... Il capitale di cui si discute è perciò concettualmente diverso sia dal capitale di liquidazione per stralcio sia dal capitale di costituzione per apporto. Tali configurazioni di capitale, infatti, sono determinate con una valutazione analitica e distinta dei singoli elementi componenti ... Inoltre, il capitale economico risulta logicamente distinto dal capitale di funzionamento o di gestione o di bilancio ...”.

# Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.

## Quale valore?

---

### **Alcune “considerazioni tecniche” intorno al valore**

**L.Guatri, La valutazione delle aziende, p.1:** “L’espressione valutare un’azienda può avere vari significati. La valutazione può concernere il grado di efficienza dell’azienda, l’efficacia con cui realizza i propri fini, la posizione sui mercati, e così via. Ma più spesso si intende con tale espressione fare riferimento alla valutazione del suo capitale, in molti casi, ma non necessariamente rappresentato da titoli azionari detenuti da un numero più o meno elevato di soci-operatori e di soci-investitori. ... L’espressione va dunque intesa come stima del valore, in un dato momento o periodo, dei diritti spettanti ai titolari del capitale di un’azienda comunque organizzata. Talvolta si parla anche – nello stesso senso – di stima del “capitale economico” per distinguere tale valutazione da quella puramente contabile, cosiddetta capitale di bilancio. In tale modo le espressioni “valutazione del capitale economico di un’azienda” e “valutazione di un’azienda” hanno il medesimo significato”.

**G.Donna, Creazione di valore e asset intangibili, p.184,** “In estrema sintesi, creare valore significa, nell’accezione a nostro avviso più utile e più chiara, aggiungere valore al capitale investito. Si potrebbe anche dire che essa consiste nel rendere il più ampio possibile il divario tra il valore e l’entità del capitale investito, cioè esprimendosi in termini meno eleganti ma più efficaci, nel fare in modo che 1 Euro investito nell’impresa valga, quanto più possibile più di 1 Euro”.

# Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.

## Quale valore?

---

### **Alcune “frasi celebri” intorno al valore**

**O.Wilde, Il ritratto di Dorian Gray:** “Tutti noi conosciamo il prezzo delle cose, ma nessuno di noi ne conosce il reale valore”, secondo la quale il prezzo e il valore sono due termini che spesso possono coincidere ma che osservano le cose – l’impresa nello specifico caso – in maniera profondamente diversa e il valore è un qualcosa di più intimamente connesso alle caratteristiche intrinseche dell’azienda, con i suoi fattori produttivi materiali – i fabbricati, gli impianti, le attrezzature – i suoi fattori produttivi immateriali – i brevetti, i marchi, il know how – l’organizzazione interna ed esterna, il capitale umano, le attività e i processi ma soprattutto con i suoi tratti distintivi, i suoi punti di forza e di debolezza, le competenze specialistiche e trasversali, il suo capitale relazionale e strutturale, il suo capitale umano, organizzativo, intangibile e tangibile.

**R.Rosso, Gruppo Diesel, intervista su Il sole 24ore:** “Il passato non ha valore, conta solo il futuro ...”, secondo la quale il valore richiama il passato, il presente e il futuro di un’azienda ma il valore della stessa è un concetto soprattutto legato al futuro.

**M.Tronchetti Provera, Gruppo Pirelli, intervista su Il sole 24ore:** “Tre sono le leve critiche di successo indispensabili: uomini, uomini, ancora uomini. Vince l’azienda delle competenze, contrapposta a quella dei mandarini”; secondo la quale da un lato vi è l’esigenza di qualificare il valore con un’ampiezza temporale di medio-lungo termine, dall’altro vi è l’esigenza di associare al valore, espressione sintetica del successo o insuccesso dell’impresa, le cause dirette o mediate del successo o insuccesso di quell’impresa, vale a dire i drivers, i fattori che più di altri generano quel successo o insuccesso.

# Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.

## Quale valore?

---

### Valore economico

Intorno al concetto di valore economico si è sviluppata e consolidata gran parte della letteratura sul tema. Il concetto in esame è stato in realtà sviluppato dai padri fondatori delle discipline economico-aziendali in contrapposizione a quello di capitale di bilancio. In sintesi alcune posizioni fondamentali intorno al valore economico. Il valore economico o capitale economico d'impresa “non può valutarsi consapevolmente che sul fondamento dei presunti redditi futuri capitalizzati ad un saggio di reddito o di interesse detto appunto saggio di capitalizzazione” [Zappa, 1957, pp.474-475]. Ancora il “valore di un bene capitale, categoria logica a cui si può ricondurre il valore del capitale d'impresa, dipende secondo la definizione fisheriana dai risultati che da esso possono derivare. Questa impostazione riflette la corretta osservazione che, sul piano economico, un bene vale in quanto da esso scaturiscono frutti utilizzabili per il soddisfacimento di bisogni” [Olivotto, 1983, p.9].

# **Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.**

## **Quale valore?**

---

### **Valore stand alone, valore per l’acquirente e valore per il venditore**

#### **Valore stand alone**

Il valore stand alone è un concetto di valore astratto. Esso può essere interpretato come il valore attribuibile ad un’impresa sulla base della sua configurazione strategico-strutturale attuale o sulla base delle scelte di ridefinizione della configurazione strategico-strutturale attuale, a prescindere dalle prospettive di osservazione e valutazione proprie di chi vende e di chi compra. Secondo taluni, il valore stand alone è un concetto che può essere associato ad altre definizioni di valore: il valore dell’impresa nella prospettiva dell’investitore finanziario; il valore del capitale economico dell’impresa.

#### **Valore per il venditore e per l’acquirente**

Si tratta di valori limite o, secondo taluni autori, di prezzi limite. Il valore di cessione o valore per il venditore è il valore (prezzo) minimo che il venditore è disposto ad accettare per la cessione dell’impresa. Analogamente il valore di acquisto o valore per l’acquirente è il valore (prezzo) massimo che l’acquirente è disposto ad accettare per l’acquisto dell’impresa. Valore di cessione e valore di acquisto sono dunque configurazioni particolari di valore economico, riferibili in maniera particolare a definiti compratori e venditori. Il valore economico fa dunque riferimento al capitale d’impresa che viene definita come un investimento che i soggetti interessati inseriscono nel complesso di impieghi personali già esistente ovvero che scorporano dallo stesso. Si valuta dunque l’impatto della negoziazione sul portafoglio patrimoniale del compratore e del venditore, al fine di esaminarne il cambiamento di valore e poter così ricavare concrete indicazioni sui prezzi limite di negoziazione.

# **Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.**

## **Quale valore?**

---

### **Prezzo di mercato, prezzo probabile di mercato, prezzo effettivo di scambio**

#### **Prezzo di mercato**

Il prezzo di mercato può essere considerato come il valore concretamente espresso dai mercati o concretamente collegato a specifiche transazioni che possono interessare l'impresa nel suo complesso o sue particolari combinazioni o partizioni. “I prezzi di mercato esprimono la migliore sintesi delle attese o dei giudizi della comunità finanziaria in merito al valore di un titolo. Tale giudizio può essere condizionato da eccessi collettivi, rilevabili soltanto ex post e, in quanto tali, non qualificabili come errori, ma strutturalmente connessi a valutazioni complesse di valore economico” [Buttignon, 2001, p.239]. I mercati, come ogni altra organizzazione collettiva si confrontano e governano una parte della complessità della vita sociale, con soluzioni parziali, imperfette, mutevoli.

#### **Prezzo probabile di mercato**

Il prezzo probabile di mercato è “il prezzo che può essere attribuito a un'impresa in considerazione delle valutazioni che mediamente potrebbero essere formulate dai potenziali acquirenti (willing buyers) interessati all'operazione sulla base delle informazioni cui essi possono normalmente accedere” [Massari, 1998, pp. 181-182]. Normalmente quando viene programmata una cessione e viene affidato un mandato in tale senso a una banca d'affari, essa cercherà di individuare i willing buyers e tenterà di stimare il livello di prezzo che potrebbe essere pagato: la stima riguarda il prezzo più probabile di mercato. Analogamente, se il mandato riguarda un'acquisizione, il consulente che assiste il compratore ha il compito di stimare il più probabile prezzo dell'impresa target o delle imprese target.

#### **Prezzo effettivo di scambio**

Il prezzo effettivo di scambio è il prezzo che si forma nella transazione tra il venditore e il compratore. Esso non può essere confuso con i valori limite precedentemente analizzati. Mentre questi ultimi sono espressioni del valore economico dal punto di vista di un soggetto ben individuato – il compratore e il venditore – del quale riflettono le specifiche attese di rendimento, il prezzo effettivo di scambio è il frutto di un processo di negoziazione che dipende dalla combinazione di molti altri fattori. Tra questi assumono rilievo: la forza contrattuale delle parti, la loro abilità negoziale, le motivazioni di carattere personale, di natura affettiva e di autoaffermazione, la presenza di clausole accessorie e contrattuali.



# **Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.**

## **Quale valore?**

---

**I valori e i prezzi possono essere distinti sulla base del particolare contesto in cui si sviluppa il processo di analisi e sulla base dei molteplici fabbisogni di misurazione e di analisi**

I valori possono essere distinti in [Buttignon, 2001, p.240]:

- valori che favoriscono i processi di governo interno delle imprese (decisioni, scelte, azioni, comportamenti finalizzati al governo strategico e operativo dell'impresa);
- valori che favoriscono le transazioni di imprese (decisioni, scelte, azioni, comportamenti finalizzati alla realizzazione di una transazione del capitale d'impresa);
- valori che rientrano in particolari operazioni sul capitale per le quali, sulla base di norme di legge o di pratiche diffuse, si rende necessaria una stima formale dell'intero capitale o di sue componenti;
- valori sulla base dei quali si vuole stimolare i meccanismi di scambio informativo tra l'impresa e il mercato.

Analogamente i prezzi possono essere distinti in [Buttignon, 2001, p.240]:

- prezzi derivanti da quotazioni di mercato, i quali costituiscono la sintesi più ampia e generica delle altre fattispecie;
- prezzi proposti dal mercato in occasioni di particolari operazioni sul capitale, tra cui gli aumenti di capitale, le offerte di acquisto o di vendita, i progetti di acquisizione e fusione, con scambio o meno di azioni;
- prezzi di scambio fuori mercato, che includono spesso transazioni di pacchetti significativi sotto il profilo degli assetti proprietari e dei cambiamenti del controllo di tali assetti;
- prezzi effettivi di scambio, che si formano sulla base delle transazioni che si svolgono tra venditore e acquirente.

# Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.

## Quale valore?

---

**Tecnicamente i motivi di allineamento o di disallineamento vanno ricercati nelle “variabili chiave” che entrano nel processo di valutazione e di prezzamento. Esse sono:**

- la lettura dei caratteri dell’azienda; l’azienda o le sue specifiche partizioni va esaminata prestando attenzione alle sue strategie e azioni, al suo portafoglio di business e alle sue scelte di finanziamento, all’organizzazione interna ed esterna, ai suoi punti di forza e di debolezza;
- la lettura dei caratteri dell’ambiente circostante l’azienda; l’ambiente circostante l’azienda spesso viene scomposto in macroambiente, meso-ambiente, ambiente specifico circostante l’azienda sul piano dei business e delle scelte di finanziamento, l’attrattività o le potenzialità espresse dalle diverse configurazioni d’ambiente circostante;
- l’articolazione delle informazioni, con i loro caratteri di completezza o incompletezza e precisione o imprecisione rispetto ad un determinato oggetto;
- l’articolazione del processo valutativo;
- i caratteri del soggetto o della comunità organizzata di soggetti che danno luogo al processo di valutazione e di prezzamento.

# **Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.**

## **Quale valore?**

---

### **Valore aziendale, successo di breve termine, successo di medio-lungo termine**

La dottrina anglosassone e la dottrina italiana hanno prodotto nel tempo interessanti studi sulla rilevanza del valore di medio-lungo periodo.

Il valore ha ragione d'esistere nel breve come nel medio termine ma è soprattutto con riferimento al medio-lungo che esso ha rilevanza. L'orientamento verso il medio-lungo termine scaturisce dal fatto che, nelle aspettative di chi governa, di chi vende o di chi acquista, il valore prodotto, governato, ottenuto o ceduto è determinato soprattutto in relazione alle prospettive di medio-lungo termine dell'azienda, sulla base della configurazione strategico-strutturale scelta o considerando le variazioni previste della configurazione strategico-strutturale inizialmente scelta. L'orientamento verso il medio-lungo termine può essere garanzia del soddisfacimento delle aspettative dei molteplici soggetti che a vario titolo sono coinvolti nell'impresa.

# Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.

## Quale valore?

---

### Valore aziendale e drivers del valore

La scuola e la prassi anglosassone e italiana hanno prodotto nel tempo interessanti approcci che consentono di passare da un visione del “valore inteso come misura” ad una che consente di identificare gli elementi che possono essere ritenuti i fondamentali generatori del valore nel tempo (i drivers del valore) e per questo di rendere più ampio il concetto di orientamento al valore: “il valore inteso come metodo”. Gli schemi proposti in letteratura e nella pratica formano la base di una trama di ragionamenti utili per l’identificazione degli strumenti più adatti a supportare l’allineamento tra visione strategica e azione e per favorirne le continue rimesse a punto. Essi si contraddistinguono per l’esistenza di alcuni poli che qualificano il successo o l’insuccesso dell’azienda nel tempo.

Si tratta comunque di schemi che ci consentono di identificare un sentiero, una trama all’interno della quale individuare i reali motivi di creazione o distruzione di valore (il valore come misura ma soprattutto come metodo per il governo dell’impresa).

Gli schemi in questione sottolineano l’esistenza di più livelli di analisi e di molteplici tipologie di variabili:

- il livello della misurazione e le variabili che “misurano” in chiave sintetica o analitica i risultati economico-finanziari dell’impresa, le quali presentano un basso contenuto esplicativo, considerato il legame immediato con la grandezza di sintesi;
- il livello della descrizione della cause e le variabili che “descrivono le cause particolari” (driver immediati) di formazione del valore, le quali consentono un approfondimento dell’analisi poiché permettono di cogliere con maggiore puntualità le “caratteristiche qualitative” della grandezza di sintesi
- il livello dell’esplicitazione dei presupposti e le variabili che “qualificano i presupposti” (driver mediati) per la formazione del valore, le quali esplicitano in misura ancora più marcata, rispetto a quelle del secondo livello, le caratteristiche qualitative del valore.

# Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.

## Quale valore?

---

### **In sintesi il valore economico:**

- non è un prezzo ma un qualcosa che richiama la combinazione dei fattori materiali e immateriali che contraddistinguono l'impresa (l'azienda con i suoi assets, ma soprattutto con i suoi tratti distintivi, che la rendono un'entità che vale di più della semplice somma algebrica dei suoi assets);
- è un concetto intrinsecamente legato al futuro (l'azienda vale per i flussi di risultato che essa potrà garantire in futuro);
- richiama un orizzonte temporale medio-lungo (l'azienda vale perché ha una speranza di vita nel medio-lungo termine);
- richiama la profondità (l'azienda ha un valore ma diventa importante cogliere gli elementi che più di altri sono ritenuti i generatori fondamentali dei risultati futuri).

# La complessità e il valore.

## Una proposta

Macro dimensioni	Principi	Declinazioni
Struttura dell'oggetto Varietà	Ruolo della differenziazione	Uso di modelli multidimensionali, con approfondimento delle dimensioni ritenute più complesse e critiche
	Potere delle connessioni	
	Condizione di ambiguità	
	Condizione di vaghezza	
	Principio ologrammatico	
Struttura dell'oggetto Varietà	Ruolo della differenziazione	Uso di strumenti di misurazione e controllo coerenti con i livelli di complessità complessivamente rinvenibili
	Potere delle connessioni	
	Condizione di ambiguità	Uso di strumenti di misurazione e controllo coerenti con i livelli di complessità ambientale e aziendale individuabili
	Condizione di vaghezza	
	Principio ologrammatico	
Struttura dell'oggetto Varietà	Ruolo della differenziazione	Messa a punto di sistemi di controllo strategico e di controllo operativo coerenti e attenzione per il loro raccordo
	Potere delle connessioni	
	Condizione di ambiguità	
	Condizione di vaghezza	
	Principio ologrammatico	
Struttura dell'oggetto Varietà	Ruolo della differenziazione	Uso di strumenti di calcolo delle grandezze coerenti con le molteplici forme di complessità
	Potere delle connessioni	
	Condizione di ambiguità	
	Condizione di vaghezza	
	Principio ologrammatico	

# La complessità e il valore.

## Una proposta

Macro dimensioni	Principi	Declinazioni
Evoluzione della struttura dell'oggetto Variabilità	Prevedibilità, cambiamento chiuso, rilevanza della storia	Uso di modelli multidimensionali, con approfondimento delle dimensioni più complesse e critiche
	Imprevedibilità, cambiamento aperto ma contenuto	
	Imprevedibilità, cambiamento aperto, unicità, singolarità	
	Velocità dei cambiamenti	
	Orlo del caos	
Evoluzione della struttura dell'oggetto Variabilità	Prevedibilità, cambiamento chiuso, rilevanza della storia	Uso di metodologie e di strumenti di calcolo coerenti con i caratteri di complessità: approcci deterministici, approcci probabilistici, combinazioni; analisi di sensitività; simulazioni deterministiche e simulazioni probabilistiche; scenarizzazioni; metodologie Montecarlo; attenzione per i segnali deboli, avanzamento per tentativi, flessibilità
	Imprevedibilità, cambiamento aperto ma contenuto	
	Imprevedibilità, cambiamento aperto, unicità, singolarità	
	Velocità dei cambiamenti	
	Orlo del caos	
Evoluzione della struttura dell'oggetto Variabilità	Prevedibilità, cambiamento chiuso, rilevanza della storia	Attenzione per il riferimento temporale: l'orizzonte di breve periodo tipico del cambiamento chiuso o limitato e l'orizzonte di medio-lungo termine tipico del cambiamento aperto
	Imprevedibilità, cambiamento aperto ma contenuto	
	Imprevedibilità, cambiamento aperto, unicità, singolarità	
	Velocità dei cambiamenti	
	Orlo del caos	

# La complessità e il valore.

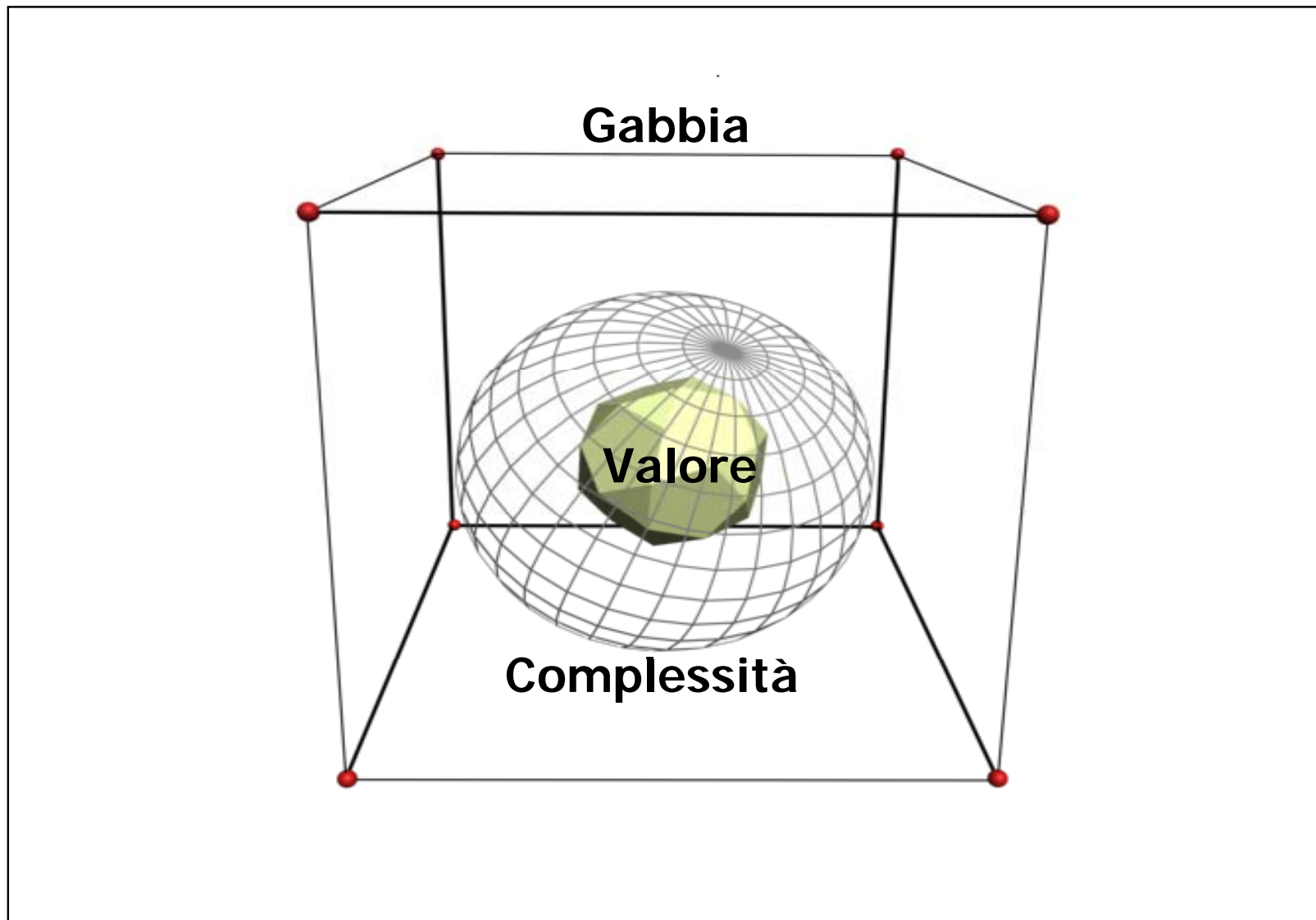
## Una proposta

Macro dimensioni	Principi	Declinazioni
Rappresentazione della struttura dell'oggetto Scala	Combinazione tra sintesi e dettaglio	Ricerca di un trade-off tra sintesi e dettaglio; ricerca di un trade-off tra uso di espressioni formali e informali; ricerca di un trade-off tra completezza e rappresentazione accettabile; ricerca di un trade-off tra precisione e approssimazione; accettazione di linguaggi e di unità di misura diverse
	Combinazione tra espressione formale e espressione informale	
	Combinazione tra completezza assoluta e rappresentazione accettabile	
	Combinazione tra precisione e approssimazione	
	Combinazione di linguaggi diversi e di unità di misura diverse	
Rappresentazione della struttura dell'oggetto Scala	Combinazione tra sintesi e dettaglio	Utilizzo di approcci centrati sulla leggerezza, sulla rapidità, sulla visibilità, sulla molteplicità
	Combinazione tra espressione formale e espressione informale	
	Combinazione tra completezza assoluta e rappresentazione accettabile	
	Combinazione tra precisione e approssimazione	
	Combinazione di linguaggi diversi e di unità di misura diverse	



# Verso la costruzione di un modello per il trattamento della complessità e il governo del valore aziendale

---



# Verso la costruzione di un modello per il trattamento della complessità e il governo del valore aziendale

## Le 15 dimensioni della complessità

Macro dimensioni	Principi
<b>Struttura dell'oggetto</b> <b>Varietà</b>	<b>Ruolo della differenziazione</b>
	<b>Potere delle connessioni</b>
	<b>Condizione di ambiguità</b>
	<b>Situazione di vaghezza</b>
	<b>Principio ologrammatico</b>
<b>Evoluzione della struttura dell'oggetto</b> <b>Variabilità</b>	<b>Variabilità conosciuta o prevedibile, cambiamento chiuso, rilevanza della storia</b>
	<b>Variabilità sconosciuta o imprevedibile, cambiamento aperto ma contenuto</b>
	<b>Variabilità sconosciuta o imprevedibile, cambiamento aperto, irrilevanza della storia, unicità, imprevedibilità, contraddittorietà</b>
	<b>Rapidità dei cambiamenti</b>
	<b>Orlo del caos come combinazione di fenomeni unici, imprevedibili, contraddittori, schizofrenici, rapidi</b>
<b>Rappresentazione della struttura dell'oggetto</b> <b>Scala</b>	<b>Combinazione tra sintesi e dettaglio</b>
	<b>Combinazione tra espressione formale e espressione informale</b>
	<b>Combinazione tra completezza assoluta e rappresentazione accettabile</b>
	<b>Combinazione tra precisione e approssimazione</b>
	<b>Combinazione di linguaggi diversi e di unità di misura diverse</b>
<b>Combinazioni tra le dimensioni varietà, variabilità, scala</b>	..... .....

# Verso la costruzione di un modello per il trattamento della complessità e il governo del valore aziendale

## Le 7 dimensioni del valore

Macro dimensioni	Dimensioni
Superficie Dimensione della sintesi	Dimensione del valore aziendale inteso come espressione di sintesi del successo o dell'insuccesso dell'azienda
Profondità Dimensione delle cause	Dimensione della qualità del business e dell'ambiente competitivo operativo Dimensione della qualità delle scelte di finanziamento e dell'ambiente competitivo finanziario Dimensione della posizione competitiva dell'impresa Dimensione del capitale relazionale da sfruttare Dimensione del meso-ambiente e delle relazioni con i propri partners come ambiente specifico oggetto di presidio
Profondità Dimensione delle cause	Dimensione dei processi Dimensione di capitale strutturale da sfruttare
Profondità Dimensione delle cause di ulteriore profondità	..... ..... .....

# Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

Descrizione	Entity Model	Equity Model
Modelli basati sull'attualizzazione dei flussi reddituali	<p><b>Obiettivo</b> Determinare il valore dell'impresa nel suo complesso</p>	<p><b>Obiettivo</b> Determinare il valore dell'impresa attribuibile al capitale di rischio</p>
	<p><b>Descrizione</b> Il valore di un'azienda viene determinato attraverso l'attualizzazione dei flussi reddituali operativi attesi per il futuro</p>	<p><b>Descrizione</b> Il valore dell'equity viene determinato attraverso l'attualizzazione dei flussi reddituali netti attesi per il futuro</p>
	<p><b>Formulazione matematica</b></p> $W = \sum_{t=1}^n \frac{Ro}{(1+Wacc)^t}$ <p>Dove            W = Valore dell'impresa            Ro = Risultato operativo            Wacc = Costo medio del capitale            t = Orizzonte temporale di analisi (vita dell'impresa)</p>	<p><b>Formulazione matematica</b></p> $We = \sum_{t=1}^n \frac{Rn}{(1+Ke)^t}$ <p>Dove            We = Valore dell'equity            Rn = Risultato netto            Ke = Costo del capitale di rischio            t = Orizzonte temporale di analisi (vita dell'impresa)</p>

# Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

Modelli basati sull'attualizzazione dei flussi finanziari	<p><b>Obiettivo</b> Determinare il valore dell'impresa nel suo complesso</p>	<p><b>Obiettivo</b> Determinare il valore dell'impresa attribuibile al capitale di rischio</p>
	<p><b>Descrizione</b> Il valore di un'azienda viene determinato attraverso l'attualizzazione dei flussi monetari operativi attesi per il futuro</p>	<p><b>Descrizione</b> Il valore dell'equity viene determinato attraverso l'attualizzazione dei flussi monetari disponibili per gli azionisti e attesi per il futuro</p>
	<p><b>Formulazione matematica</b></p> $W = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO}{(1+Wacc)^t}$ <p>Dove W = Valore dell'impresa FCFO = Free Cash Flow from Operations Wacc = Costo medio del capitale t = Orizzonte temporale di analisi (vita dell'impresa)</p>	<p><b>Formulazione matematica</b></p> $We = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE}{(1+Ke)^t}$ <p>Dove We = Valore dell'equity FCFE = Free Cash Flow to Equity Ke = Costo del capitale di rischio t = Orizzonte temporale di analisi (vita dell'impresa)</p>

# Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

Modelli basati sull'attualizzazione dei flussi reddituali residuali	<p><b>Obiettivo</b> Determinare il valore dell'impresa nel suo complesso</p>	<p><b>Obiettivo</b> Determinare il valore dell'impresa attribuibile al capitale di rischio</p>
	<p><b>Descrizione</b> Il valore di un'azienda viene determinato attraverso l'attualizzazione dei flussi reddituali operativi residuali attesi per il futuro. Questi sono calcolati sottraendo al risultato operativo il costo medio ponderato del capitale</p>	<p><b>Descrizione</b> Il valore dell'equity viene determinato attraverso l'attualizzazione dei flussi reddituali netti residuali attesi per il futuro</p>
	<p><b>Formulazione matematica</b></p> $W = Ci + \sum_{t=1}^n \frac{Ro - (Wacc \times Ci)}{(1 + Wacc)^t}$ <p>Dove  W = Valore dell'impresa  Ro = Risultato operativo  Ci = Capitale investito  Wacc = Costo medio del capitale  t = Orizzonte temporale di analisi (vita dell'impresa)</p>	<p><b>Formulazione matematica</b></p> $We = Cn + \sum_{t=1}^n \frac{Rn - (Ke \times Cn)}{(1 + Ke)^t}$ <p>Dove  We = Valore dell'equity  Rn = Risultato netto  Cn = Capitale netto  Ke = Costo del capitale di rischio  t = Orizzonte temporale di analisi (vita dell'impresa)</p>

# Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

Modelli basati sull'attualizzazione dei flussi finanziari residuali	<p><b>Obiettivo</b> Determinare il valore dell'impresa nel suo complesso</p>	<p><b>Obiettivo</b> Determinare il valore dell'impresa attribuibile al capitale di rischio</p>
	<p><b>Descrizione</b> Il valore di un'azienda viene determinato attraverso l'attualizzazione dei flussi monetari operativi residuali attesi per il futuro</p>	<p><b>Descrizione</b> Il valore dell'equity viene determinato attraverso l'attualizzazione dei flussi monetari complessivi residuali attesi per il futuro</p>
	<p><b>Formulazione matematica</b></p> $W = Ci + \sum_{t=1}^n \frac{FCFO - (Wacc \times Ci)}{(1 + Wacc)^t}$ <p>Dove  W = Valore dell'impresa  FCFO = Flussi di cassa operativi disponibili  Ci = Capitale investito  Wacc = Costo medio del capitale  t = Orizzonte temporale di analisi (vita dell'impresa)</p>	<p><b>Formulazione matematica</b></p> $We = Cn + \sum_{t=1}^n \frac{FCFE - (Ke \times Cn)}{(1 + Ke)^t}$ <p>Dove  We = Valore dell'equity  FCFE = Flussi di cassa disponibili per gli azionisti  Cn = Capitale netto  Ke = Costo del capitale di rischio  t = Orizzonte temporale di analisi (vita dell'impresa)</p>

# Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

---

Quale ricetta per l'Impresa eccellente?

- **Qualità del business e attrattività dell'ambiente competitivo operativo: opportunità e minacce per l'impresa e la concorrenza**

- Ambiente complessivo, ambiente specifico, sistema industria
- Espansione della domanda, sensibilità della domanda alle variabili ambientali, barriere di entrata e uscita, potere contrattuale dei clienti e dei fornitori, intensità della concorrenza, pressione dei prodotti sostitutivi
- Dimensione dell'ambiente competitivo operativo, composizione, sostenibilità nel tempo, ...
- Ritmo dell'ambiente competitivo operativo, variabilità, ...



# Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

---

Quale ricetta per l'Impresa eccellente?

- **Qualità delle scelte di finanziamento e potenzialità offerte dall'ambiente competitivo finanziario: opportunità e minacce per l'impresa e la concorrenza**
  - Ambiente complessivo, ambiente specifico, mercato dei capitali
  - Barriere di entrata e uscita, potere contrattuale dei finanziatori, intensità della concorrenza, ...
  - Dimensione dell'ambiente competitivo finanziario, composizione, sostenibilità nel tempo, ...
  - Ritmo dell'ambiente competitivo finanziario, variabilità, ...

# Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

---

Quale ricetta per l'Impresa eccellente?

- **Posizione competitiva dell'impresa, il successo rispetto alla concorrenza**

- Singolarità, non imitabilità, non sostituibilità, non appropriabilità, durabilità
- Intensità e ampiezza del rapporto con l'ambiente esterno, qualità e robustezza delle operazioni di gestione interna, capacità d'adattamento ossia reazione ai mutamenti competitivi
- Differenziazione per il vantaggio dal lato costi: economie di scala, tecniche di produzione, prezzo dei fattori, efficienza, caratteristiche della clientela, design di prodotto, ...;
- Differenziazione per il vantaggio dal lato della differenziazione: caratteristiche di prodotto, caratteristiche dei fattori produttivi, caratteristiche del servizio, intensità dello sforzo di marketing, localizzazione, ...
- Dimensione del posizionamento, composizione, sostenibilità nel tempo, ...
- Ritmo del posizionamento, variabilità, ...

# Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

---

Quale ricetta per l'Impresa eccellente?

- **Capitale relazionale dell'impresa, il successo rispetto alla concorrenza**
  - Immagine e reputazione dell'impresa nel macro-ambiente; immagine e reputazione dell'impresa nel meta-ambiente; livello di fiducia da parte dei clienti e dei fornitori; livello di fiducia da parte dei portatori di capitale di debito e di pieno rischio; livello di fiducia da parte di altri stakeholders
  - Dimensione del capitale relazionale, composizione, sostenibilità nel tempo, ...
  - Ritmo del capitale relazionale, variabilità, ...

# Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

---

Quale ricetta per l'Impresa eccellente?

- **Presidio delle forme reticolari dell'impresa, il successo rispetto alla concorrenza**
  - Gruppi, aggregazioni, reti, forme reticolari caratterizzate da sub-fornitura; ... caratteristiche delle singole forme reticolari, caratteristiche delle singole aggregazioni, caratteristiche delle singole relazioni di sub-fornitura; ... dominanza, pariteticità, ... Immagine e reputazione dell'impresa nel macro-ambiente; immagine e reputazione dell'impresa nel meta-ambiente; livello di fiducia da parte dei clienti e dei fornitori; livello di fiducia da parte dei portatori di capitale di debito e di pieno rischio; livello di fiducia da parte di altri stakeholders
  - Dimensione delle relazioni, composizione, sostenibilità nel tempo, ...
  - Ritmo delle relazioni, variabilità, ...

# Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

---

Quale ricetta per l'Impresa eccellente?

- **Sistema dei processi: elemento fondamentale su cui si regge la produzione di valore; strumento di alimentazione dell'attuale vantaggio**

- Focus su eccellenza dei processi, focus su attività e processi con valore e senza valore
- Focus su processi per la definizione dell'ambito di attività, su processi per la ricerca di opportunità, su processi per l'amplificazione del valore, su processi per la creazione di valore
- Attività primarie: logistica in, trasformazione, logistica out, Mkt, servizio post-vendita
- Attività secondarie: gestione degli approvvigionamenti, gestione della tecnologia, gestione delle risorse umane, attività di supporto generale
- Tempo, costo, qualità, servizio, ...
- Dimensione, composizione, sostenibilità nel tempo delle eccellenze di processo, ...
- Ritmo, variabilità, ...

# Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

---

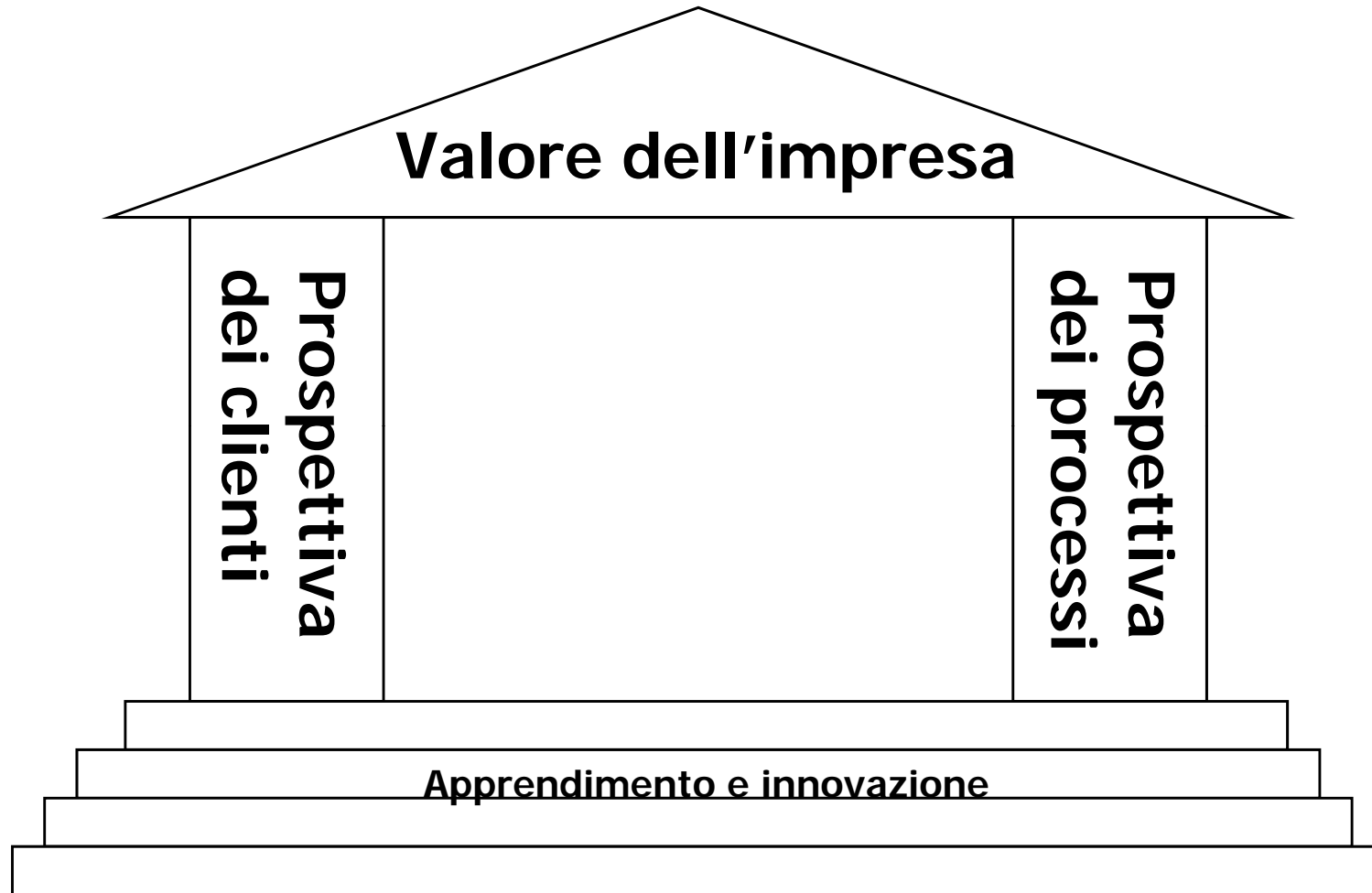
Quale ricetta per l'Impresa eccellente?

• **Capitale strutturale e competenze strumentali: strumento fondamentale per la preparazione di nuovo vantaggio; strumento e stimolo alla preparazione dell'evoluzione, alla difesa da sorprese, allo sfruttamento di nuove opportunità**

- Capitale strutturale: fattori materiali e immateriali di supporto
- Competenze professionali specialistiche
- Competenze trasversali o meta competenze: orientamento al rischio, orientamento al cliente, orientamento al miglioramento, orientamento all'innovazione, abilità nell'attrarre e mantenere personale qualificato, ... .
- Competenze trasversali o meta competenze: saper comunicare, saper negoziare e creare consenso, saper apprezzare il cambiamento, saper lavorare in gruppo, saper affrontare situazioni di stress e paradossali, saper apprezzare il rischio, saper apprezzare le responsabilità, ...

# Verso la costruzione di un modello per il trattamento della complessità e il governo del valore aziendale

---



# Verso la costruzione di un modello per il trattamento della complessità e il governo del valore aziendale

---

Lo schema porta a coniugare il valore con le dimensioni dei clienti, dei processi, dell'apprendimento e dell'innovazione.

In sintesi lo schema porta a sostenere che il valore di un'impresa nel tempo (quali risultati economico-finanziari ha ottenuto e sta tuttora ottenendo l'impresa e quali potrà ottenere in futuro? Come veniamo valutati dagli azionisti? Attenzione al passato), **considerate determinate scelte di portafoglio di business e di struttura finanziaria, sia funzione della dimensione esterna dei clienti** (come veniamo valutati dai nostri clienti? Attenzione al presente) e **funzione della dimensione interna dei processi** (come dobbiamo eccellere? Attenzione al presente).

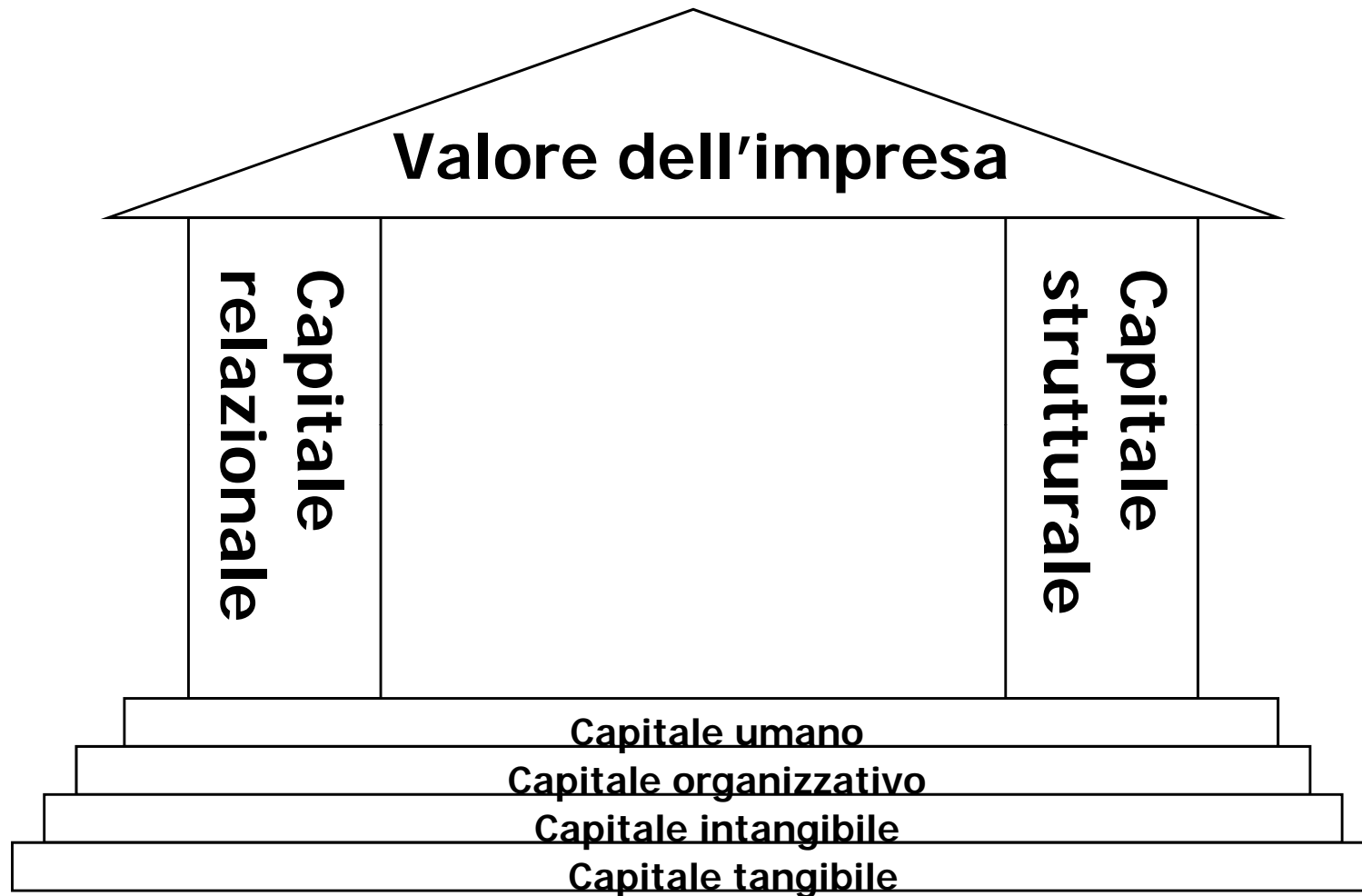
Le due dimensioni individuano le categorie logiche che l'azienda deve perseguire oggi per raggiungere un vantaggio competitivo sostenibile, ma le determinanti possono modificarsi nel tempo.

**La prospettiva dell'apprendimento e dell'innovazione** (come creare valore durevole nel tempo?), costituisce dunque la dimensione che concorre allo sviluppo delle competenze distintive che mantengono o accrescono nel tempo la capacità competitiva dell'azienda e dunque la base per la creazione di ulteriore valore nel tempo.



# Verso la costruzione di un modello per il trattamento della complessità e il governo del valore aziendale

---



# Verso la costruzione di un modello per il trattamento della complessità e il governo del valore aziendale

---

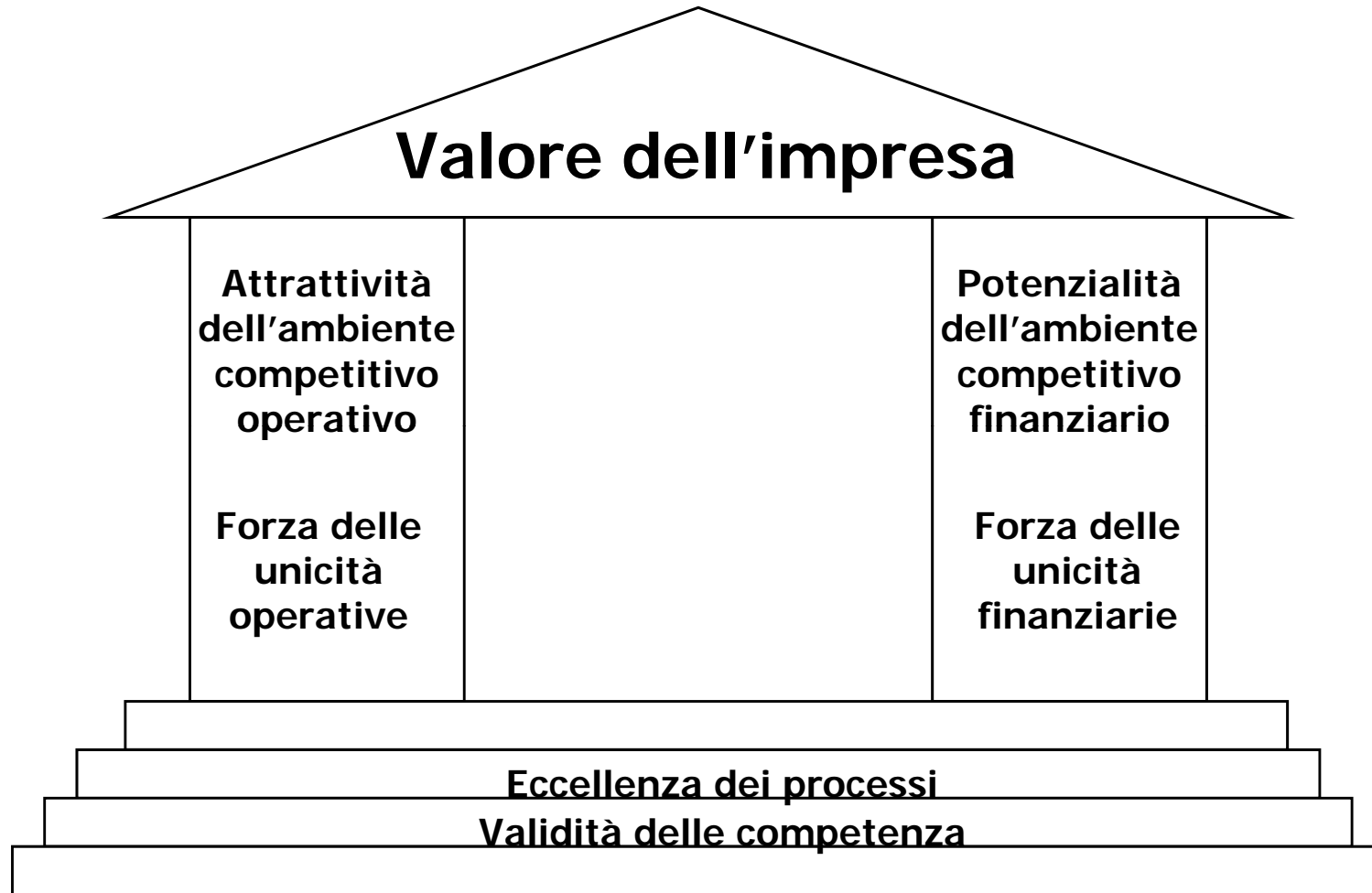
Lo schema porta a coniugare il valore con il patrimonio strategico dell'impresa e con la sua composizione.

**In sintesi lo schema porta a sostenere che il valore di un'impresa nel tempo** (quali risultati economico-finanziari ha ottenuto e sta tuttora ottenendo l'impresa e quali potrà ottenere in futuro?), **considerate determinate scelte di portafoglio di business e di struttura finanziaria, sia funzione del patrimonio strategico, inteso come l'insieme di risorse che concorrono in misura prevalente o comunque significativa a determinare la posizione competitiva dell'impresa** (se un'impresa possiede un vantaggio competitivo, sia esso di differenziazione, capacità di offrire sul mercato prodotti di valore difficilmente imitabile a costi normali, sia esso di costo, capacità di offrire sul mercato prodotti normali a costi difficilmente imitabili, significa che essa dispone di qualcosa che le permette di distinguersi dai concorrenti e di conseguire non occasionalmente una redditività di livello superiore). **Ma il patrimonio strategico, il cui valore in definitiva è la differenza tra il valore economico del capitale dell'impresa e l'entità del capitale che nell'impresa si trova investito, dipende ad un primo livello dal capitale relazionale, capitale esterno che definisce la fiducia e la reputazione di cui gode l'impresa nei confronti di tutti gli stakeholders, capacità dell'impresa di attrarre e trattenere il sostegno di clienti, fornitori, finanziatori, istituzioni, talenti, partners, ..., e dal capitale strutturale, capitale interno che esprime la capacità dell'impresa di gestire a livello di eccellenza i processi chiave che definiscono la sua catena del valore.**

**Il capitale relazionale e strutturale, dipendono a loro volta, dal capitale umano, le persone con le loro abilità, dal capitale organizzativo, il sapere e le conoscenze attratti e radicati nell'organizzazione, dal capitale intangibile, le risorse immateriali dell'impresa, dal capitale tangibile, le risorse fisiche che concorrono ad ottenere un plus quali impianti, attrezzature, sedi, ... .**

# Verso la costruzione di un modello per il trattamento della complessità e il governo del valore aziendale

---



# Verso la costruzione di un modello per il trattamento della complessità e il governo del valore aziendale

---

Lo schema porta a collegare i risultati con alcune dimensioni ritenute cruciali per la sostenibilità nel tempo dei risultati stessi: la dimensione dei business (il portafoglio dei business) e la dimensione dei finanziamenti (le scelte finanziarie).

**In sintesi lo schema porta a sostenere che il valore di un'impresa nel tempo** (quali risultati economico-finanziari ha ottenuto e sta tuttora ottenendo l'impresa e quali potrà ottenere in futuro?), **considerate determinate scelte di portafoglio di business e di struttura finanziaria, sia funzione del grado di attrattività dell'ambiente competitivo operativo dell'impresa e delle potenzialità offerte dai mercati finanziari** (in quali ambienti competitivi l'impresa opera e quali sono le loro attrattività?), **sia funzione dei punti di forza e di debolezza che l'impresa presenta in quegli ambienti** (con quali proposte competitive viene affrontato l'ambiente competitivo? Quali sono i punti di debolezza rispetto ai concorrenti?), **sia funzione del sistema di attività e di processi che l'impresa sviluppa per alimentare il valore nel tempo** (con quali attività e processi si stanno generando le unicità competitive correnti? Quali attività e processi mostrano segni di debolezza rispetto ai concorrenti?), **sia infine funzione delle competenze specialistiche e trasversali che caratterizzano l'impresa** (con quali competenze si alimenta il mantenimento o la trasformazione del vantaggio competitivo? Quali competenze mostrano invece segni di debolezza?).

# Riepilogo

---

- Misurazione, modello, sistema, performance, valore
- Configurazioni di valore
- Modelli di misurazione del valore aziendale
  - Modelli diretti: modelli patrimoniali, modelli finanziari, modelli reddituali, modelli misti
  - Modelli indiretti: modelli fondati sui multipli
- Valore e modelli multidimensionali
- Valore e complessità

# Materiale didattico

---

## Materiale didattico di riferimento

- **Appunti, appunti della lezione**
- **Comuzzi, pp. 9-10; 11-46; 103-138; 138-161; 163-164; 165-199; 215-223; 225-256; 257-300**
- **Letture integrative, -**

## Letture consigliate, documenti e sitografia

- **Letture integrative, -**