

AI3

Si ringrazia D. Kolchew per la foto di copertina.

# Strumenti avanzati di analisi e valutazione d'impresa

II edizione

*a cura di*  
Angelo Riva





Aracne editrice

[www.aracneeditrice.it](http://www.aracneeditrice.it)  
[info@aracneeditrice.it](mailto:info@aracneeditrice.it)

Copyright © MMXVII  
Giacchino Onorati editore S.r.l. – unipersonale

[www.giacchinoonoratieditore.it](http://www.giacchinoonoratieditore.it)  
[info@giacchinoonoratieditore.it](mailto:info@giacchinoonoratieditore.it)

via Vittorio Veneto, 20  
00020 Canterano (RM)  
(06) 45551463

ISBN 978-88-255-1421-6

*I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica,  
di riproduzione e di adattamento anche parziale,  
con qualsiasi mezzo, sono riservati per tutti i Paesi.*

*Non sono assolutamente consentite le fotocopie  
senza il permesso scritto dell'Editore.*

II edizione: dicembre 2017

*Ai miei famigliari, amici e parenti*



“Cento volte al giorno mi viene in mente che la vita interiore ed esteriore dipende dalle fatiche dei contemporanei e da quelle dei predecessori; io devo sforzarmi di ricambiare in ugual misura, ciò che ho ricevuto e ancora ricevo”

“Il lavoro è l’unica cosa che dà sostanza alla vita”

*Einstein A.*

“La vita è una profezia che si autorealizza”

*Ditzler J.S*





## INDICE

	Pag.
<b>INTRODUZIONE</b>	13
<b>1.</b>	
<b>LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE</b>	
1. La valutazione aziendale	22
2. Metodi patrimoniali	25
3. Metodi reddituali	27
4. Metodi finanziari	29
5. Metodi basati sui flussi di cassa e creazione di valore	43
6. Metodi misti	48
7. Metodi empirici	51
8. Metodi dei multipli	53
9. Relazione di valutazione	56
<b>2.</b>	
<b>LA STRATEGIA DELLE IMPRESE FAMILIARI E LA COSTRUZIONE DEL VANTAGGIO COMPETITIVO</b>	
1. Le scelte strategiche dell'impresa familiare	82

2. La ricerca dell'innovazione e di una cultura forte orientata al lungo periodo nelle imprese familiari	95
--	----

**3.**  
**STRATEGIE PER GESTIRE**  
**IL PASSAGGIO GENERAZIONALE**

1. La gestione del passaggio generazionale	116
2. Le soluzioni operative del passaggio generazionale attraverso lo sviluppo di piani	121
3. Differenti metodologie per il passaggio generazionale	130

**Appendice**  
**MODELLI DI VALUTAZIONE AZIENDALE**  
**IN FUNZIONE DELLO SCOPO**

*Criteria*

1. <i>acquisizioni e cessioni</i>	167
2. <i>cessioni particolari</i>	168
3. <i>operazioni di finanza straordinaria</i>	169

Indice	11
4. <i>aumenti di capitale</i>	170
5. <i>giudizi arbitrari e simili</i>	171
6. <i>misure di performance</i>	172
7. <i>misure di comunicazione</i>	173
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	175



## INTRODUZIONE

*“Una teoria è tanto più riuscita quanto ha delle premesse semplici, collega tra loro il maggior numero di fenomeni diversi e il suo campo di applicazione continua da ampliarsi”.*

A. Einstein

*“I principali problemi della finanza aziendale sono: Che strategia di investimento a lungo termine attuare? Come recepire i mezzi necessari per porre in essere tali investimenti? Qual'è l'ammontare di cassa necessario per far fronte ai pagamenti?”*

S.A. Ross, R.W. Westerfield, J.Jaffe

### **1. Alle origini della relazione tra valutazione aziendale e strategia**

La misurazione del valore delle imprese è una problematica fondamentale per gli imprenditori, dirigenti, avvocati d'affari, manager, operatori, studiosi di strategia e finanza.

La situazione economica italiana si basa un ricco tessuto d'impresе familiari spesso di dimensione media e piccola. Alcune di queste sono state in grado di crescere e diventare anche leader mondiali in una ristretta nicchia di mercato.

Sebbene siano state fatte a livello internazionale importanti ricerche sull'impresa familiare<sup>1</sup>, ancora diverse problematiche sono oggetto di analisi e studio e richiedono risposte più articolate.

---

<sup>1</sup> Si vedano tra le molte pubblicazioni di autori stranieri: Miller D., Miller Le Breton I., (2005), *Managing for the long run. Lessons in competitive advantage from great family businesses*, Harvard Business Scholl Press, Boston Massachusset, (trad. ital. *Mantenere il successo. Lezioni di vantaggio competitivo delle grandi imprese familiari*,) Etas; Collins J. C. Porras J. I. (1994), *Built to last*, Harper Business New York; Dyer W. G. (1986), *Cultural change in family firms*, Jossey-Bass, San Francisco.

Altri studi interessanti tra i molti di studiosi italiani; Coda V. (1988), *L'orientamento strategico di fondo*, Utet; Corbetta G. (1995), *Le imprese familiari. Caratteri originali, varietà e condizioni di sviluppo*, Egea. Paolone G. (1996), *L'azienda a proprietà familiare*, Giappichelli, Torino. Nobolo A. (2000), *Continuità*

*In particolare gli interrogativi più rilevanti di questo studio sono:*

*-come valutare un'impresa?*

*-come viene creato il valore economico e come è misurato?*

*-quali sono le logiche di successo e di crescita di un'impresa piccola media e familiare?*

*-qual è il ruolo della famiglia per la strategia d'impresa?*

*-come è gestito il passaggio generazionale in modo da mantenere e incrementare il valore economico dell'impresa?*

Sull'importanza dello studio delle imprese familiari: "Le aziende familiari, di piccole, medie e grandi dimensioni, costituiscono un elemento essenziale nell'economia dei paesi sviluppati.

#### **IMPORTANZA IMPRESE FAMILIARI IN ITALIA**

Fonte: Adattamento da Zocchi (2004)

<b>SETTORE</b>	<b>TOTALE IMPRESE</b>	<b>IMPRESE FAMILIARI</b>	<b>PERCENTUALI %</b>
<b>AGRICOLTURA E PESCA</b>	<b>1282788</b>	<b>1154509</b>	<b>91</b>
<b>ATTIVITÀ MANIFATTRIERE</b>	<b>874628</b>	<b>804658</b>	<b>92</b>
<b>COMMERCIO</b>	<b>1632639</b>	<b>1485701</b>	<b>91</b>
<b>ALTRE ATTIVITÀ E SERVIZI</b>	<b>2040799</b>	<b>1795903</b>	<b>88</b>
<b>TOTALE</b>	<b>5830854</b>	<b>5240771</b>	<b>90</b>

---

*e sistemi di governo economico delle aziende di produzione a proprietà familiare, Egea; Zocchi (2004), Il family business, Il sole 24 Ore.*

Negli Usa se ne sono accorti: il Congresso sta studiando alcune forme di successione; ad Harvard lo studio delle imprese familiari costituisce una delle tre priorità per i prossimi anni; oltre 100 business scholl offrono corsi sul family business.”<sup>2</sup>

## 2. Organizzazione del libro

Il crescente e rilevante interesse alle tematiche della valutazione è anche dovuto ad alcune teorie come quella della *Teoria della creazione e diffusione del valore* che ha cercato di conciliare e collegare i principi della finanza con quelli della strategia.

*In questo libro si analizzano una serie di rilevanti problematiche:*

***1) Valutare il valore di un'impresa e le logiche per misurarne il valore.***

*Nel primo capitolo si definisce come valutare le imprese.*

È possibile individuare alcune aree strategiche che possono influenzare la creazione di valore ***tra le leve principali:***

***1) pianificare la strategia aziendale per focalizzare sulla creazione di valore con momenti di controllo;***

***2) definire chiaramente obiettivi e misure della performance nel periodo medio lungo;***

***3) organizzare un sistema di retribuzione che premi il raggiungimento della creazione del valore;***

***4) le decisioni e investimenti sono valutarli esplicitamente in termini di impatto sul valore;***

***5) si comunica con il mercato finanziario la creazione il valore spiegando come esso è stato creato;***

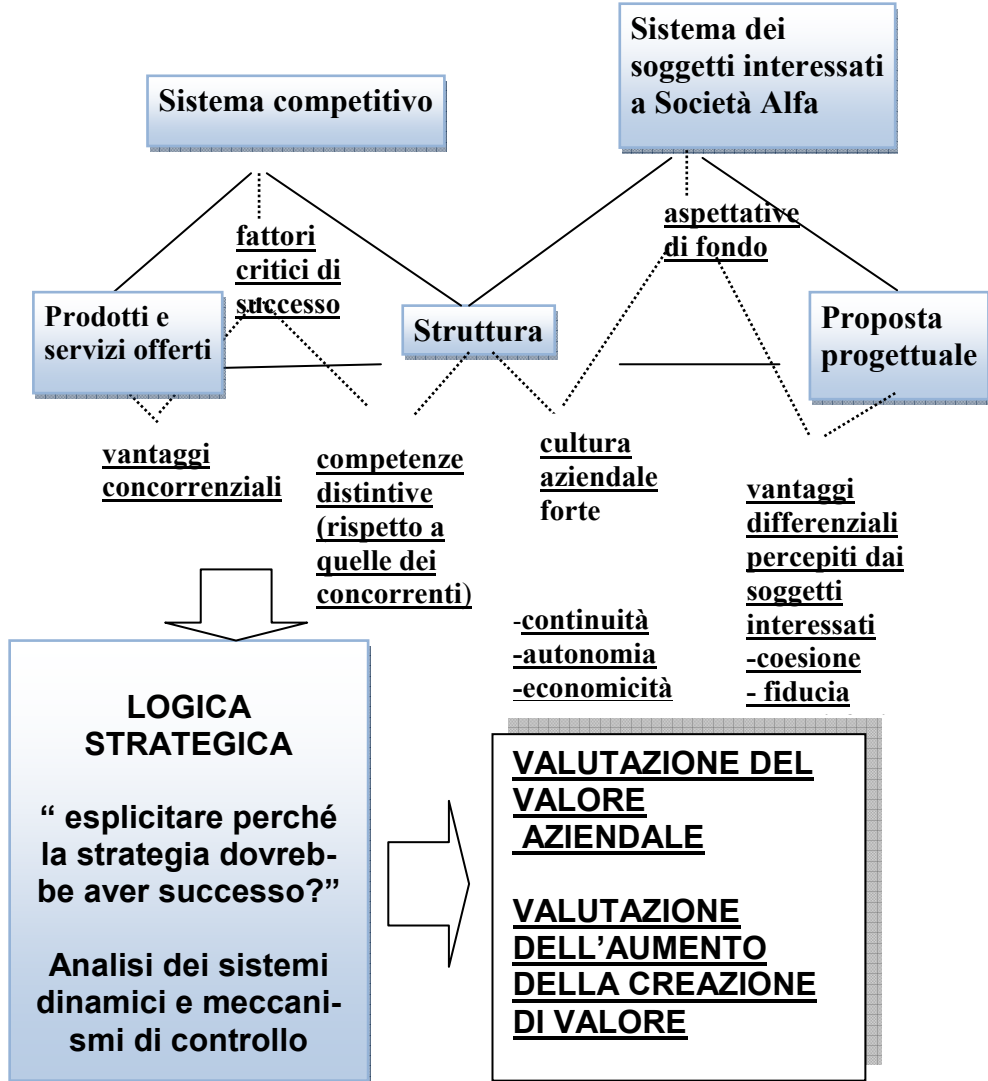
***6) i sistemi di controllo interni sono orientati alla misura del valore e il manager finanziario presidia il raggiungimento degli obiettivi stabiliti.***

---

<sup>2</sup> Corbetta G. (1999), “Il vantaggio della continuità”, *Il sole 24 Ore*, 15/02/1999.

## STRATEGIA E AUMENTO DEL VALORE DELL'IMPRESA

Adattamento da RIVA (2007), CODA V. (1989)





## ***II) Determinare la logica strategica e le scelte relative allo sviluppo del vantaggio competitivo.***

*Nel secondo capitolo si analizzano le scelte strategiche delle imprese familiari (comprensione formula imprenditoriale, cultura aziendale, logica strategica, analisi di quali segmenti hanno presidiato e se vi sono stati dei cambiamenti, creazione del valore, capacità di cambiare e innovare).*

*È stato rilevato che nelle imprese di successo nel campo delle imprese familiari i dirigenti si comportano secondo i principi dell'agricoltore: "La sola cosa che sopravvive nel tempo è la legge del raccolto, e non c'è nulla di semplice e veloce in essa.*

***Dobbiamo seguire un lungo processo, fatto di semina, innaffiamento, potatura, prima di avere un bel raccolto; e a volte passano mesi senza vedere il minimo progresso. Anche nelle organizzazioni, bisogna lavorare sui principi, e alla fine si avrà un bel risultato. La vera crescita e il vero progresso si realizzano a piccoli passi.<sup>3</sup>***

## ***III) Comprendere le differenti opzioni strategiche e giuridiche relative al passaggio generazionale e come queste influenzano il valore d'impresa.***

*Diverse ricerche hanno individuato come questo processo sia critico per la strategia delle imprese familiari e può distruggere valore.*

*Nel terzo capitolo vengono affrontate alcune tematiche critiche dell'impresa familiare relative al passaggio generazionale.*

L'interesse e l'originalità di questo lavoro consiste nel cercare di mettere in evidenza l'importanza delle differenti metodologie di valutazione aziendale ed evidenziare l'impatto che le decisioni strategiche hanno per aumentare il valore dell'impresa.

Inoltre si evidenziano alcuni dei tratti caratteristici della logica di sviluppo delle imprese, *in particolare di quelle di origine familiare*, indicando alcune soluzioni relative al problema specifico del passag-

---

<sup>3</sup> Si veda Covey S. (1997) "I principi al primo posto", in *Rethinking business, principles, competition, control & complexity, leadership, market and the world* (tr. ital. *Ripensando il futuro*, a cura di Gibson, Il Sole 24 Ore.

gio generazionale che può creare delle difficoltà nello sviluppo competitivo dell'impresa esaminato nel lungo periodo<sup>4</sup>.

### 3. Il pubblico a cui si rivolge

*Ampio e articolato è il numero di persone a cui si rivolge questo libro: avvocati d'affari, sia a dirigenti, professionisti, imprenditori, consulenti aziendali, direttori generali, sia a studiosi e ricercatori che analizzano le tematiche dello sviluppo strategico d'impresa e della creazione di valore; come pure agli studenti dei corsi universitari, post-universitari e dei master di direzione aziendale (MBA), master in avvocato d'affari, master executive.*

Si confida in un proficuo scambio di esperienze e di confronto sulle importanti tematiche analizzate ([angeloriva@fastwebnet.it](mailto:angeloriva@fastwebnet.it)).

#### RINGRAZIAMENTI

I consulenti aziendali e partner delle principali società di consulenza mondiale (tra cui Boston Consulting Group, Ernst & Young, Moore Stephens) per le vivaci discussioni e confronti sulle tematiche oggetto del libro, i membri della Commissione Finanza e Controllo di Gestione dell'Ordine dei Dottori Commercialisti di Milano, di cui già Segretario e dove dirigo il Gruppo di Studio e Ricerca su Strategia e

---

<sup>4</sup> Sul punto si veda Riva A. (2007), *Strumenti per il miglioramento dei risultati*, Aracne Editrice.

Finanza, i partecipanti dei vari corsi di formazione (dirigenti, direttori generali, imprenditori, manager) che attraverso il confronto e la discussione hanno permesso di integrare i principi teorici con la realtà empirica.

I membri della Commissione Diritto Societario dell'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili, di cui ho l'onore di essere membro da diversi anni, per il profondo sforzo di analisi e ricerca interdisciplinare.

I lettori dei miei articoli di giornale che mi hanno contattato e con i quali ho avuto modo di interagire.

Alcuni dirigenti e esperti con cui mi sono confrontato e ho avuto modo di dialogare sulle problematiche strategiche e della leadership tra i molti: A. Borges amministratore delegato di Goldman Sachs International e già direttore della business school Insead, L. C. Montezemolo amministratore delegato del gruppo Ferrari, G. Olivieri, direttore di Assopiastrelle, S. Marchionne amministratore delegato del gruppo Fiat; C. Ancelotti allenatore del Milan AC; S. Baldini medaglia d'oro nella maratona alle Olimpiadi.

Vorrei ringraziare molte persone che hanno suscitato in me interesse e curiosità su queste tematiche A. Hamdouch e R. Lantner (*Direttore di Dipartimento dell'Université Pantheon - Sorbonne Paris I*, al prof. A. Alesina (*Direttore del Dipartimento d'Economia*) dell'*Harvard University*, M. Porter (*Harvard Business School*); i professori W. Comanor, R. Merha (University of California USA, MIT - Massachusetts Institute of Technology, USA), al prof. M. Saita, prof. A. Beretta Zannoni, Prof. A. Nobolo (Università di Milano-Bicocca), il prof. P. Mella (Università di Pavia), il prof. V. Coda, il prof. G. Airoidi, il prof. G. Corbetta, il prof. F. Visconti, il prof. C. Dematté, la prof.ssa D. Depperu, il prof. G. Invernizzi, il prof. A. Martelli, (Università Bocconi), il prof. C. De Vecchi e il prof. A. Liparini (Università Cattolica), i professori C. Guerci e M. Talamona (Università di Milano), il prof. G. Volpato (Università di Venezia), il prof. D. Vitale, prof. R. Camagni, prof. A. De Maio (Politecnico Milano).