

Indice

Prefazione

XI

La teoria del processo valutativo

1	Prezzi, valori, valutazioni	3
1.1	I quattro ambiti nei quali la misurazione del valore è necessaria	4
1.1.1	Le garanzie societarie 4 • 1.1.2 Le acquisizioni e cessioni di imprese 5 • 1.1.3 La formazione del bilancio 6 • 1.1.4 Le stime di performance periodiche 6	
1.2	Valori e prezzi: concetti preliminari	8
1.2.1	La presenza di variabili operanti «a valle» rispetto al valore 8 • 1.2.2 L'efficienza (o inefficienza) dei mercati finanziari 9 • 1.2.3 La domanda/offerta dei capitali di rischio soggetta ad andamenti ciclici 10 • 1.2.4 I processi di concentrazione 11	
1.3	Valutazioni assolute e relative	11
1.4	Le valutazioni assolute fondate sui flussi: le sole sicuramente razionali e universali	18
	RIEPILOGO	23
2	Un quadro logico: il Giudizio Integrato di Valutazione	25
2.1	L'obsolescenza del tradizionale paradigma valutativo	26
2.1.1	L'insufficienza delle «formule» 26 • 2.1.2 L'importanza degli intangibili 27 • 2.1.3 Dal valore «stand alone» al valore di acquisizione 27 • 2.1.4 La volatilità 27 • 2.1.5 Il differimento del valore nel tempo 28 • 2.1.6 I tassi come componente essenziale del processo valutativo 28 • 2.1.7 Le nuove filosofie di gestione 28	
2.2	Incertezze concettuali e di metodo, crescente complessità e variabilità, carenze dell'analisi fondamentale nella crisi del giudizio di valore	29
2.3	Le vie del moderno processo valutativo: il Giudizio Integrato di Valutazione (GIV)	33
2.4	Il «pilastro» dei valori assoluti	35
2.5	Il «pilastro» dei multipli	37
	RIEPILOGO	41

Parte prima La base informativa e l'analisi fondamentale

3	Le basi informative	45
3.1	Base informativa e analisi fondamentale come «pilastri» insostituibili del processo valutativo	46
3.2	La base informativa per le valutazioni assolute	48
3.2.1	Le ragioni all'origine dei vuoti informativi sulle leve del valore e i possibili rimedi 48 • 3.2.2 L'analisi strategica 50 • 3.2.3 Il quadro storico dei risultati 51 • 3.2.4 L'informazione patrimoniale 53 • 3.2.5 Altre informazioni 55 • 3.2.6 La base informativa per le acquisizioni 55	
3.3	I piani pluriennali	58
3.3.1	Il collegamento necessario tra strategia e pianificazione 58 • 3.3.2 L'importanza di un piano formalizzato e approvato 60 • 3.3.3 I vincoli per una pianificazione affidabile 61	
3.4	La base informativa per le valutazioni relative	62
3.4.1	I multipli di società comparabili 62 • 3.4.2 I multipli di transazioni comparabili 64	

	RIEPILOGO	67
4	L'analisi fondamentale	69
4.1	L'analisi fondamentale per le valutazioni «assolute»: un quadro introduttivo	70
4.2	L'analisi correttiva dei dati contabili	71
	4.2.1 Il processo di normalizzazione dei risultati storici 71 • 4.2.2 L'allineamento dei principi contabili 75 • 4.2.3 La neutralizzazione degli effetti distorsivi dell'inflazione 75	
4.3	L'integrazione economica dei risultati contabili	76
4.4	Analisi della sostenibilità e dell'affidabilità dei piani	77
	4.4.1 La verifica delle assumptions 77 • 4.4.2 Interventi correttivi: verifica della capacità di implementazione e imposizione di vincoli 80	
4.5	L'analisi pro forma	83
	4.5.1 L'analisi comparativa 85 • 4.5.2 L'analisi dei trend 87	
4.6	L'analisi fondamentale per le valutazioni relative	88
	4.6.1 I multipli di società comparabili 88 • 4.6.2 I multipli di transazioni comparabili 92	
	RIEPILOGO	94
5	L'analisi patrimoniale	96
5.1	Revisione e correzione dei dati contabili: i limiti di applicazione	97
5.2	Il valore corrente delle attività che esigono specifiche competenze	99
	5.2.1 Nozioni introduttive 99 • 5.2.2 Immobilizzazioni tecniche 100 • 5.2.3 Gli immobili civili 103 • 5.2.4 Terreni agricoli 104 • 5.2.5 Magazzini e scorte 104 • 5.2.6 I titoli a reddito fisso 105 • 5.2.7 Partecipazioni 106 • 5.2.8 L'attualizzazione (eventuale) dei crediti 107 • 5.2.9 L'attualizzazione (eventuale) dei debiti finanziari 108 • 5.2.10 La posizione finanziaria netta 109	
5.3	Gli oneri fiscali potenziali sulle plusvalenze. I «vantaggi» fiscali sulle minusvalenze e sulle perdite del passato	109
5.4	Il capitale netto rettificato: il modello patrimoniale applicato alle società immobiliari e alle società holding pure	112
5.5	Il valore di liquidazione	113
	RIEPILOGO	114
6	Gli intangibili	116
6.1	La classificazione degli intangibili	117
	6.1.1 La suddivisione in classi e il rischio di sovrapposizioni 117	
6.2	Le quattro finalità della stima degli intangibili	119
	6.2.1 Le misure di performance economica 119 • 6.2.2 L'informazione integrativa nella valutazione delle aziende 122 • 6.2.3 Gli intangibili nei nuovi principi contabili per la formazione del bilancio 124 • 6.2.4 L'informazione volontaria 125	
6.3	La misurazione degli intangibili specifici	126
	6.3.1 La logica della stima 126 • 6.3.2 Un quadro dei criteri e dei metodi 128 • 6.3.3 Il vincolo dello «scenario reddituale» 129	
6.4	Il criterio del costo	131
	6.4.1 Il metodo del costo storico 131 • 6.4.2 Il metodo del costo storico residuale 132 • 6.4.3 Il metodo del costo di riproduzione 132	
6.5	Il criterio dei risultati differenziali	134
	6.5.1 Il metodo di attualizzazione dei risultati differenziali (o del premium price) 134 • 6.5.2 Il metodo del costo della perdita 136	
6.6	I criteri comparativi	138
	6.6.1 Il metodo delle transazioni comparabili 138 • 6.6.2 Il metodo dei tassi di royalty (r/r) o dello sgravio delle royalties (relief from royalties) 138 • 6.6.3 Il metodo dei multipli impliciti nei deals 142 • 6.6.4 Il metodo dei multipli empirici 144 • 6.6.5 Il metodo dei differenziali di multiplo sulle vendite 145 • 6.6.6 I metodi fondati su ricerche di mercato 146	
	RIEPILOGO	149

Parte seconda I tassi

7	I tassi per le esperienze professionali non specialistiche	153
7.1	Premessa	154
7.2	Il costo del capitale in una serie di casi aziendali	155
7.3	La scelta del costo del capitale come capitolo dell'analisi fondamentale: la necessaria coerenza tra flussi attesi e tassi	169
7.4	I criteri fondamentali per la scelta del tasso e il saggio «aggiustato» per il rischio (RADR)	171
7.5	Gli approcci per la stima del costo del capitale	173
	7.5.1 I modelli teorici: il CAPM 174 • 7.5.2 L'estrazione diretta dai prezzi correnti di società comparabili 177 • 7.5.3 I criteri empirici 178	
7.6	Le tecniche di «aggiustamento» del tasso	178
7.7	I tassi per la stima degli intangibili specifici	182
	7.7.1 L'estrazione del tasso implicito nel costo del capitale di società comparabili 185 • 7.7.2 Il criterio della stima autonoma del beta dell'asset intangibile 186 • 7.7.3 L'utilizzo degli equivalenti certi nella stima del flusso di reddito di pertinenza del bene tangibile e il ricorso al tasso risk free 188	
	RIEPILOGO	190
8	I principi logici	192
8.1	La rilevanza del costo del capitale nel processo valutativo	193
8.2	Tasso di attualizzazione e analisi fondamentale	194
8.3	La razionalità e il principio dell'avversione al rischio	200
8.4	La coerenza fra tasso e analisi fondamentale	203
8.5	L'affidabilità del tasso: validità concettuale e scarsa applicabilità degli equivalenti certi	206
8.6	Affidabilità e verificabilità: le sei fasi della stima consapevole del tasso	210
	RIEPILOGO	212
9	Modelli e parametri per il costo-opportunità del capitale	214
9.1	Il Risk Adjusted Rate of Return (RADR)	215
9.2	Quale criterio di stima del costo-opportunità del capitale?	219
	9.2.1 L'estrazione diretta dei tassi di rendimento dai prezzi correnti 221 • 9.2.2 I criteri empirici 222 • 9.2.3 I criteri misti 222 • 9.2.4 I modelli teorici 223	
9.3	Il Capital Asset Pricing Model (CAPM)	225
	9.3.1 Il CAPM con stima autonoma del premio per il rischio di mercato azionario (ERP) 226 • 9.3.2 Il CAPM con stima del rendimento atteso del mercato azionario 227	
9.4	Il build up method (CAPM modificato)	228
	9.4.1 Il build up method con size premium (premio dimensionale) 230 • 9.4.2 Il build up method con size premium e industry premium 231	
9.5	L'estrazione diretta del costo del capitale dai prezzi correnti	232
9.6	Le modalità di misurazione degli input dei modelli teorici: il beta	233
	9.6.1 Gli aggiustamenti al beta per renderlo prospettico 234 • 9.6.2 Gli aggiustamenti al beta per l'effetto dimensione 235	
9.7	La scelta delle società comparabili	236
9.8	Misure storiche e prospettiche dell'ERP	238
	RIEPILOGO	242

Parte terza I criteri assoluti

10	Il modello reddituale	247
10.1	Quadro introduttivo	248

10.2	Il valore economico del capitale	252
	10.2.1 La distinzione tra valore «in atto» e «valori potenziali» 252 • 10.2.2 L'espressione dei flussi e le «formule» conseguenti: media, fascia di grandezze, aggiustamento del tasso 253 • 10.2.3 L'approccio della proiezione dei risultati storici 256 • 10.2.4 L'approccio dei risultati programmati 258	
10.3	I valori potenziali puri	259
	10.3.1 Premesse 259 • 10.3.2 L'approccio della «crescita attesa» 262 • 10.3.3 L'approccio delle «opzioni innovative» 265 • 10.3.4 Il caso-limite: le aziende «senza utili e senza storia» 268	
10.4	Il valore di acquisizione	269
	10.4.1 Il valore di acquisizione per l'acquirente finanziario 270 • 10.4.2 Il valore di acquisizione per l'acquirente strategico 271	
10.5	Il valore potenziale controllabile	275
	10.5.1 Le motivazioni e i principi ispiratori 275 • 10.5.2 Le linee-guida 276 • 10.5.3 Ipotesi sostenibili 278 • 10.5.4 Piani formalizzati e approvati 278 • 10.5.5 Importanza dell'analisi fondamentale 279 • 10.5.6 Idonei strumenti di comunicazione 280 • 10.5.7 I vincoli 280	
10.6	Il modello reddituale applicato alle Business Units	282
	10.6.1 Principi generali 282 • 10.6.2 La valutazione delle Business Units nei principi contabili internazionali 284	
10.7	Il modello reddituale e le valutazioni asset side	285
	RIEPILOGO	289
11	Il modello finanziario	291
11.1	Le relazioni fra modelli di valutazione e i limiti del modello finanziario	292
	11.1.1 Criterio reddituale analitico 298 • 11.1.2 Criterio reddituale sintetico 301 • 11.1.3 Criterio patrimoniale 302 • 11.1.4 Criterio misto 302 • 11.1.5 Discounted Cash Flow – DCF (modello finanziario) 302	
11.2	La dimensione reddituale dei cash flows: l'uso dei cash NOPAT e dei cash earnings	306
11.3	Il terminal value nella stima del DCF: il pericolo di moltiplicare l'errore di determinazione del free cash flow	315
11.4	I correttivi al DCF: le scelte per calmierare l'aggressività delle stime	323
11.5	Le valutazioni asset side: l'effetto leva delle assumptions e il rischio connesso all'erronea stima della posizione finanziaria netta	324
11.6	Gli ambiti di applicazione, le configurazioni di valore e le formule utilizzabili per il modello finanziario	327
	11.6.1 Gli ambiti di applicazione del modello finanziario 327 • 11.6.2 Le configurazioni di valore cui il modello perviene e gli usi consigliabili 328 • 11.6.3 Le formule di valutazione del modello finanziario 328	
	RIEPILOGO	333
12	Il modello misto patrimoniale-reddituale	335
12.1	Il modello misto con stima autonoma del goodwill	336
	12.1.1 La versione-base 336 • 12.1.2 La versione con separazione degli intangibili specifici 339 • 12.1.3 Il modello misto nella versione «asset side» 340 • 12.1.4 L'approccio del «reddito residuale» 340 • 12.1.5 L'approccio dell'EVA 341 • 12.1.6 La formulazione «finanziaria» 345	
12.2	Applicazioni professionali del modello misto	347
	12.2.1 La «verifica reddituale» delle stime patrimoniali analitiche 348 • 12.2.2 Il metodo di rivalutazione «controllata» dei beni ammortizzabili nelle imprese industriali 349 • 12.2.3 La valutazione delle aziende in perdita 351 • 12.2.4 La misura del badwill 359	
	RIEPILOGO	362

Parte quarta I criteri relativi (i multipli)

13	I multipli nella pratica professionale	367
13.1	La crescente importanza e diffusione dell'uso dei multipli	368
13.2	Usi inadeguati e impropri dei multipli	370
13.3	I multipli quale «pilastro» del Giudizio Integrato di Valutazione (GIV)	373
13.3.1	Le regole fondamentali per un uso più sofisticato dei multipli	375
13.4	Le applicazioni dei multipli nella pratica professionale non specialistica	378
13.4.1	L'approccio delle società comparabili	378
13.4.2	L'approccio delle transazioni comparabili	387
13.4.3	L'uso congiunto dei due approcci	389
13.4.4	Il metodo dei multipli impliciti	389
	RIEPILOGO	394
14	La teoria dei multipli	396
14.1	Veri e falsi multipli	397
14.1.1	Le proprietà dei multipli causali	398
14.2	Veri e falsi comparabili	402
14.2.1	L'ampiezza del campione	403
14.2.2	Il value rating	404
14.3	Il paradigma di mercato finanziario	405
14.4	La relazione tra il livello dei multipli e le variabili residue	407
14.5	La valutazione relativa e gli «aggiustamenti» che essa impone	408
14.5.1	I multipli «adjusted»	410
14.5.2	I multipli «clean»	410
14.6	I multipli di primo livello	411
14.7	I multipli di secondo livello	412
14.7.1	I multipli «to-growth»	414
14.7.2	I multipli «relative»	414
14.7.3	Il multiplo REP (Rating of Economic Profit ratio)	415
14.8	I multipli asset side ed equity side in alcune evidenze empiriche	415
14.9	La difficile strada dai deal prices ai multipli	420
14.9.1	Multipli che esprimono la rarità dei core assets del business	421
	RIEPILOGO	425

Parte quinta Le valutazioni nelle applicazioni professionali

15	Il valore per le operazioni di finanza straordinaria	429
15.1	Valutazioni di finanza straordinaria e «garanzie societarie»	430
15.1.1	Gli apporti	431
15.1.2	Combinazione di modelli e formule	432
15.2	Le trasformazioni societarie	435
15.3	Gli aumenti di capitale	436
15.3.1	Aumenti con opzione	437
15.3.2	Aumenti senza opzione	438
15.4	Il recesso	440
15.5	Le fusioni: i rapporti di cambio	441
15.5.1	Concambi teorici ed effettivi	442
15.5.2	Modelli e formule per il concambio	445
15.5.3	I concambi in presenza di diverse categorie di azioni	450
15.5.4	Il disavanzo di fusione	452
15.6	Le scissioni: i rapporti di cambio	453
15.7	L'offerta pubblica iniziale (IPO)	456
15.8	I trasferimenti «intragruppo» e con «parti correlate»; le acquisizioni da soci promotori	460
	RIEPILOGO	462
16	Le valutazioni per il bilancio	464
16.1	Il concetto di fair value nelle applicazioni alle aziende e alle Business Units	465

16.2	L'obbligatorietà delle norme sugli IAS e la teoria delle valutazioni: la «formula tendenziale»	468
16.3	L'allocazione iniziale del costo di acquisizione di aziende e Business Units	470
16.4	L'imputazione del goodwill	473
	16.4.1 Imputazione del goodwill stimato 473 • 16.4.2 Imputazione del goodwill negoziato 474	
16.5	Gli intangibili acquisiti e gli intangibili prodotti internamente	475
16.6	L'impairment	476
16.7	Perdite durevoli sulle partecipazioni (e Cash Generating Unit) e valore recuperabile	480
16.8	Raccordo tra criteri generali e criteri IAS	481
	16.8.1 Criteri fondati sul costo 482 • 16.8.2 I criteri comparativi (o di mercato) 488 • 16.8.3 Il criterio dei risultati differenziali 488	
16.9	Impairment e tasso interno di rendimento dell'intangibile acquisito	489
	RIEPILOGO	494
17	Dal valore dell'azienda al valore dei pacchetti di controllo e delle diverse categorie di titoli	497
17.1	Il significato e la modalità d'uso di premi e di sconti	498
17.2	Le basi di valore e la proprietà moltiplicativa di premi e di sconti	506
	17.2.1 Le classi di premi e sconti 506 • 17.2.2 Le componenti delle differenze grezze tra i prezzi 508 • 17.2.3 Classificazione delle sinergie 508 • 17.2.4 I valori economici di riferimento per le varie categorie di azioni 511	
17.3	Casi particolari: i pacchetti control oriented, i trasferimenti azionari nell'ambito dei gruppi familiari	513
	17.3.1 I pacchetti control oriented 514 • 17.3.2 I trasferimenti azionari nell'ambito dei gruppi familiari 515	
17.4	Strumenti operativi per i professionisti non specialisti nell'attribuzione di valori a specifici pacchetti azionari	516
	17.4.1 Premi di controllo, sconti di minoranza: una sintesi 516 • 17.4.2 Le valutazioni in presenza di varie categorie di azioni, di obbligazioni convertibili, di warrants, di stock options 518 • 17.4.3 Le valutazioni in presenza di «azioni proprie» 522	
	RIEPILOGO	524
18	La valutazione dei gruppi	525
18.1	L'architettura dell'analisi valutativa nei gruppi	526
	18.1.1 Valutazione fondata sul bilancio consolidato 528 • 18.1.2 Valutazione fondata sui bilanci individuali delle società 529 • 18.1.3 Valutazione fondata sui flussi di risultato proporzionali di singola area di business 531 • 18.1.4 Sintesi dei tre percorsi valutativi 534	
18.2	L'approccio per «somma di parti»	534
	RIEPILOGO	538
19	La relazione di valutazione	539
19.1	La relazione di stima nelle varietà di scopi e funzioni. Il profilo dell'esperto	540
	19.1.1 Stime informali 540 • 19.1.2 Stime formalizzate 541 • 19.1.3 Stime ufficiali 542	
19.2	Il contenuto della relazione: gli usi internazionali	548
19.3	Le quattro regole-base per una relazione efficace	550
	19.3.1 La prima regola: la conoscenza dell'azienda, dei mercati, del settore 551 • 19.3.2 La seconda regola: la conoscenza dei mercati finanziari 557 • 19.3.3 La terza regola: la relazione fedele interprete del processo valutativo 559 • 19.3.4 La quarta regola: la relazione come rappresentazione convincente 560	
	RIEPILOGO	561
	Bibliografia	563