

# Indice

---

<b>Prefazione</b>	XV
<b>Parte prima - Strumenti logici e problemi di metodo</b>	1
<b>Capitolo 1 Concetti introduttivi</b>	3
1.1 Dove e perché si valutano business e imprese	3
1.2 Una panoramica dei metodi di valutazione	5
1.3 Perché parleremo solo di DCF e di multipli	7
1.4 Schema del processo di valutazione. Imprese monobusiness	10
1.5 Schema del processo di valutazione. Imprese multibusiness “Somma delle parti”	12 13
1.6 Cosa determina il valore di un business	14
Flussi di cassa, tempo, incertezza	14
Distribuzione dei flussi nel tempo e valore	14
1.7 L’incertezza nelle valutazioni di business	16
1.8 Incertezza e flessibilità di gestione	17
Prospettiva chiusa e prospettiva aperta	17
Alcune conclusioni su incertezza e flessibilità di gestione	22
Approccio aperto e valutazione delle imprese	23
1.9 Approcci alternativi per modellizzare i flussi	24
1.10 <i>Real Option Valuation Approach</i>	34
1.11 Incertezza e valore	37
1.12 <i>Risk-free Discounting</i>	38
1.13 Incertezza e <i>auditability</i>	40
Progetti innovativi	41
<b>Capitolo 2 Determinazione dei flussi monetari</b>	43
2.1 Schema del capitolo	43
2.2 Riclassificazione dello stato patrimoniale	44
Gli impieghi collegati all’attività operativa	45
Le coperture finanziarie	48
Riclassificazione dello stato patrimoniale della società Grafica	51
2.3 Collegamenti con il conto economico	52

	Riclassificazione del conto economico della società Grafica	54
2.4	Dalla visione economica a quella finanziaria	54
	Il flusso monetario riferibile all'area operativa: la gestione corrente	55
	Il flusso monetario riferibile all'area operativa: gli altri movimenti	56
	Il flusso monetario riferibile all'area finanziaria	56
	Il flusso monetario riferibile alle gestioni accessorie ( <i>surplus asset</i> )	57
	La rappresentazione della dinamica finanziaria	57
2.5	I flussi rilevanti nel contesto delle valutazioni	59
2.6	<i>Business plan</i> e proiezione dei flussi	60
	Le ipotesi di base ( <i>assumption</i> )	60
	La proiezione dei flussi della società Grafica	62
<b>Capitolo 3 Scelta della prospettiva di valutazione</b>		<b>67</b>
3.1	Indebitamento e valore	67
3.2	Tre problemi da discutere	68
3.3	Primo problema: relazioni tra struttura finanziaria e valore	70
	Alcune definizioni	70
	Relazioni tra struttura finanziaria e tassi	71
	La legge della conservazione del valore	72
	Benefici fiscali legati all'indebitamento	76
3.4	Secondo problema: procedimenti alternativi di valutazione in presenza di benefici fiscali	80
	Alternativa A: procedimento basato sulla rettifica del valore <i>unlevered</i> o procedimento disaggregato (APV - <i>Adjusted Present Value</i> )	80
	Alternativa B: procedimento basato sulla rettifica del tasso (procedimento aggregato)	81
3.5	Terzo problema: la scelta della prospettiva della valutazione ( <i>Asset</i> o <i>Equity</i> )	83
3.6	Da $W_{\text{asset}}$ a $W_{\text{equity}}$	85
<b>Capitolo 4 Leverage e valore in presenza di crescita</b>		<b>87</b>
4.1	Crescita, <i>leverage</i> e valore	87
4.2	Valutazioni sviluppate su parametri reali o nominali	88
	Valutazioni a prezzi fermi	91
4.3	Il problema del tasso di attualizzazione dei benefici fiscali	91
4.4	Le formule di calcolo del costo del capitale in presenza di crescita	92
4.5	Alcune considerazioni sull'uso di wacc	98
4.6	L'effettiva dimensione dei benefici fiscali	99
	Le imposte personali	100

Volatilità e scudi alternativi	105
Appendice 1 - Derivazione delle formule di calcolo del costo del capitale	107
Appendice 2 - L'andamento di $K_{cl}^*$ in presenza di crescita: alcune precisazioni	117
<b>Capitolo 5 La stima del costo-opportunità del capitale</b>	<b>121</b>
5.1 Significato del costo-opportunità del capitale	121
5.2 Approccio alla stima	121
5.3 Rischi specifici e mercato del controllo	124
5.4 Lo schema del procedimento di stima	125
5.5 Rendimenti storici di <i>comparable company</i>	127
Rendimenti di mercato	127
Rendimenti contabili	129
5.6 Rendimenti <i>forward-looking</i> di <i>comparable company</i>	129
<i>Dividend Discount Model</i> (DDM)	130
<i>P/E Model</i>	131
5.7 Il <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM)	132
Le imposte	133
5.8 Schema di discussione del CAPM	133
5.9 La stima di $R_f$	134
5.10 La stima dell' <i>equity risk premium</i>	137
<i>Equity risk premium</i> storico	138
<i>Forward-looking equity risk premium</i>	143
5.11 La stima di beta	144
Come calcolare il beta	145
La scelta dei parametri	147
Gli aggiustamenti al beta	148
Altri metodi di correzione del beta	152
5.12 Il <i>pricing</i> dei rischi specifici	153
5.13 Metodi alternativi al CAPM	154
5.14 Il costo del debito	155
Le componenti del costo del debito	156
5.15 Il costo per tipologia di indebitamento	158
Appendice 1 - Il CAPM in presenza di imposte personali	163
<b>Parte seconda - Discounted cash flow</b>	<b>165</b>
<b>Capitolo 6 Profili dei flussi e procedimenti di valutazione</b>	<b>167</b>
6.1 Dai modelli di business ai modelli dei flussi di cassa	167

---

6.2	Profilo aggregato dei flussi o profili per area di business	168
6.3	Alcuni esempi di profili di flussi	169
6.4	Problemi nell'individuazione dei modelli dei flussi di cassa	174
6.5	Modelli di flussi di cassa in presenza di interventi di riordino aziendale	174
6.6	Analisi del profilo del debito	175
	Il profilo del debito nel periodo di piano	175
	Il profilo del debito oltre il periodo di piano	177
6.7	Gli schemi di valorizzazione dei benefici fiscali	177
	Alcune conclusioni	182
6.8	Dai profili dei flussi di cassa ai procedimenti di calcolo del valore: procedimenti sintetici e analitici	184
	Procedimenti sintetici	184
	Procedimenti analitici	184
6.9	Il procedimento standard	185
<b>Capitolo 7 Procedimenti sintetici</b>		187
7.1	Schema di discussione dei metodi sintetici	187
7.2	La formula di capitalizzazione del flusso monetario a regime	188
	Imprese <i>steady state</i> in uno scenario inflattivo	188
	Un'illustrazione dell'ipotesi <i>steady state</i> /inflazione neutrale	189
	L'approccio aggregato	194
	Riepilogo delle formule di valutazione coerenti con uno scenario <i>steady state</i> /inflazione neutrale	196
	Valutazione della società Idroelettra	198
7.3	La formula della crescita perpetua costante	201
	Il modello di crescita costante per imprese <i>unlevered</i>	202
	Il modello di crescita costante per imprese <i>levered</i> :	
	procedimento disaggregato	208
	I procedimenti aggregati	210
	Riepilogo delle formule di valutazione in ipotesi <i>steady growth</i>	211
7.4	Le formule della crescita temporanea e della crescita differenziata	212
<b>Capitolo 8 Procedimento analitico con <i>terminal value</i></b>		217
8.1	Le proiezioni esplicite	217
8.2	Criteri di stima del <i>terminal value</i>	218
8.3	Valutazione della società Distribuzione Gas	219
	Principali assunti con riferimento al settore e all'impresa	220
	Il valore attuale netto dei flussi nel periodo coperto dal piano	222
	Assunti per la determinazione del <i>terminal value</i>	223

Calcolo di TV	225
Valutazione complessiva di Distribuzione Gas nella prospettiva <i>unlevered</i>	226
La determinazione del valore attuale degli scudi fiscali	227
La stima del valore complessivo di Distribuzione Gas	230
<b>Parte terza - Le valutazioni comparative: i multipli di valore</b>	<b>231</b>
<b>Capitolo 9 I multipli: aspetti teorici</b>	<b>233</b>
9.1 Alcune precisazioni preliminari	233
Multipli e <i>discounted cash flow</i>	233
<i>Stock market e deal multiple</i>	235
<i>Financial e business multiples</i>	235
9.2 Una teoria dei multipli: elementi di base	237
Quali multipli	237
Multipli correnti, multipli <i>trailing</i> , multipli <i>leading</i>	239
9.3 Il multiplo <i>Price/Earning</i> (P/E)	241
Il P/E in assenza di crescita	241
Il P/E in presenza di crescita	242
Un approfondimento dell'analisi	243
9.4 I multipli EV/EBIT e EV/EBITDA	245
EV/EBIT in assenza di crescita	245
EV/EBIT in presenza di crescita	246
EV/EBITDA	247
9.5 Altri multipli	248
EV/ <i>Sales</i>	248
<i>Price/book value</i> (P/BV)	249
9.6 Multipli e leva finanziaria	250
P/E e leva finanziaria	250
EV/EBIT e leva finanziaria	251
P/BV e leva finanziaria	252
9.7 I multipli <i>unlevered</i>	253
Limiti del procedimento descritto	256
Un procedimento più trasparente	256
9.8 Multipli e crescita	257
Multipli di <i>public utility</i>	258
Multipli nei settori tecnologici	261
9.9 La mappatura dei multipli in rapporto alla crescita	263
9.10 I quozienti PEG	264
Appendice 1 - P/E in presenza di crescita	267

---

<b>Capitolo 10</b>	<b>I multipli: criteri di impiego</b>	269	
10.1	Uno schema di applicazione del metodo dei multipli di borsa	269	
	Le fasi dell'analisi	269	
	Estrazione del campione	269	
	Formazione della <i>short list</i> di società comparabili	270	
	Pulizia del campione	271	
	Ulteriori verifiche volte ad accertare il significato e la comparabilità dei multipli	271	
10.2	Approfondimenti in relazione al significato dei multipli	272	
	a1. Oneri e proventi straordinari	272	
	a2. Crediti fiscali	273	
	a3. Posizione finanziaria netta attiva	273	
	a4. Strutture societarie di gruppo	274	
	a5. Aumenti di capitale	275	
	a6. Obbligazioni convertibili, <i>warrant</i> , piani di <i>stock option</i>	276	
10.3	Approfondimenti in relazione alla comparabilità dei multipli	276	
	b1. Principi contabili	276	
	b2. Differenti regimi fiscali	278	
	b3. Differente grado di leva	278	
	Ricerca di relazioni significative tra multipli, modelli di business e <i>value driver</i>	278	
10.4	La scelta finale della griglia di multipli da adottare ai fini della valutazione	279	
10.5	La stima dei cosiddetti <i>exit multiple</i>	282	
10.6	L'analisi delle transazioni comparabili	283	
	Caratteristiche dei <i>deal multiple</i>	283	
10.7	Un esempio di valutazione con l'approccio comparativo: l'acquisizione della società Wine	287	
	Analisi del campione di società comparabili	289	
	Analisi dei multipli	289	
	Appendice 1 - Aumenti di capitale e multiplo P/E	299	
	<b>Parte quarta - Le valutazioni nel settore finanziario</b>	303	
	<b>Capitolo 11</b>	<b>Le valutazioni nel settore finanziario</b>	305
11.1	Le specificità delle valutazioni nel settore finanziario	305	
11.2	I <i>business model</i> delle banche	306	
11.3	Il bilancio delle banche	309	
11.4	Il ruolo dei requisiti patrimoniali nella valutazione delle banche	315	

11.5	Il <i>Discounted Cash Flow</i> nella valutazione delle banche	321
11.6	Il <i>Dividend Discount Model</i> nella valutazione delle banche	326
11.7	I multipli nella valutazione delle banche	329
11.8	Le <i>Value Map</i> nella valutazione delle banche	331
11.9	L'approccio <i>Sum of the Parts</i> nella valutazione delle banche	333
11.10	I <i>business model</i> delle assicurazioni	334
11.11	Il bilancio delle imprese assicuratrici	337
11.12	Le determinanti della redditività dell'impresa assicuratrice	342
11.13	Aspetti regolamentari e requisiti patrimoniali nelle assicurazioni	345
11.14	La valutazione delle assicurazioni	349
11.15	L'applicazione dei multipli nelle assicurazioni	352
11.16	L' <i>Appraisal Value</i> nelle assicurazioni vita	354
11.17	La valutazione degli altri intermediari finanziari	360
	<b>Parte quinta - Teoria del valore nel mercato del controllo</b>	<b>365</b>
	<b>Capitolo 12 Il valore di acquisizione</b>	<b>367</b>
12.1	Centralità del valore di acquisizione	367
12.2	Uno schema dei flussi rilevanti sul mercato del controllo	367
12.3	Una panoramica del mercato del controllo	369
12.4	Acquisizione dell'intero capitale aziendale	372
	Il valore creato dall'acquisizione	372
	La logica sistemica	373
	I benefici di carattere potenziale	375
12.5	Il modello della stratificazione del valore	375
	Un'applicazione del modello	377
12.6	Flussi riferibili a benefici privati	380
12.7	Ulteriori considerazioni in tema di valutazione delle acquisizioni	381
	La prospettiva dell'analisi	381
	La stima dei flussi. Alcune cautele	381
	La durata del periodo di proiezione analitica dei flussi	382
	La dinamica dell'indebitamento	383
	Valutazione <i>asset side</i> o <i>equity side</i>	383
12.8	Il valore di acquisizione dell'impresa Materiali Plastici	383
12.9	Il valore di acquisizione di partecipazioni di controllo	385
	I flussi rilevanti	385
	Determinazione del valore di acquisizione	386
12.10	Altre spiegazioni del valore del controllo: alcune anticipazioni	389
12.11	Il valore di acquisizione in presenza di <i>Tender Offer</i> obbligatoria	390
12.12	Rapporti di cambio massimi e minimi nelle operazioni di fusione	393

---

Fusioni e benefici indivisibili	395
12.13 Rapporto di cambio e tutela dei terzi	396
<b>Capitolo 13 Prezzi e valori nel mercato del controllo</b>	<b>399</b>
13.1 La formazione dei prezzi nel mercato del controllo	399
13.2 Mercato delle acquisizioni competitivo	400
13.3 Meccanismi di formazione dei prezzi sul mercato del controllo	400
13.4 Dalla stima di valori alla stima di prezzi	402
13.5 Gli elementi che entrano nei prezzi	403
13.6 Dal modello di formazione dei prezzi al <i>fair market value</i>	404
Dalla teoria alla prassi: i metodi di stima del <i>fair market value</i>	405
13.7 Un approccio alla stima del <i>fair market value</i> basato sulla rettifica dei flussi <i>stand alone</i>	406
Sinergie endemiche: taglio dei costi di struttura	407
Stima del valore di <i>break up</i>	408
Sinergie endemiche: sfruttamento della rete commerciale	411
13.8 Premi e sconti nelle valutazioni aziendali	412
Significato economico dei premi e degli sconti	412
13.9 I principali premi e sconti: una panoramica	414
Il premio di controllo e di acquisizione	414
Gli sconti al <i>shareholder-level</i>	415
Gli sconti al <i>company-level</i>	418
13.10 I livelli di valore e la nozione di valore espressa dai prezzi di Borsa	420
I livelli di valore	420
La nozione di valore espressa dai prezzi di Borsa	420
13.11 La stima del premio di controllo	422
13.12 La stima del premio di acquisizione	425
13.13 Premi di acquisizione e di controllo in assenza di imperfezioni	427
13.14 Valutazione di un pacchetto di controllo: un esempio	429
13.15 Lo sconto di minoranza	431
13.16 Lo sconto di liquidità	432
13.17 Un raccordo tra nozioni di valore e procedimenti di stima	433
<b>Opere citate nel testo</b>	<b>435</b>
<b>Bibliografia essenziale</b>	<b>439</b>
<b>Principali abbreviazioni</b>	<b>445</b>