

# Prefazione

---

Nel mondo finanziario *equity* e *financial analyst*, *venture capital* e *private equity investor*, *advisor* finanziari e strategici valutano sistematicamente progetti, imprese, *business unit* e pacchetti azionari di differenti dimensioni.

Nel mondo delle imprese le esigenze di realizzare valutazioni sono altrettanto numerose. Esse non si presentano esclusivamente quando occorra gestire un *deal* (per esempio un'acquisizione) o quando debbano essere assunte decisioni di investimento nel business; infatti il periodico monitoraggio del valore nella prospettiva degli azionisti costituisce un'esigenza condivisa dalla teoria di *management* e dalla *business community*.

Infine, altre esigenze tecniche più specifiche richiedono una valutazione o una *fairness opinion*: per esempio i test di *impairment* nel contesto dell'applicazione degli IFRS/IAS; la tutela dei creditori e degli azionisti di minoranza in presenza di operazioni societarie di carattere straordinario; la stima dei danni e di perdita di *chance* in caso di *business interruption* e così via.

Di fronte a un panorama di esigenze così articolato, ci è sembrato opportuno affrontare il tema della valutazione di business partendo da alcuni principi fondamentali, in particolare la relazione *incertezza – esposizione al rischio – valore*. Essa ci fa capire come ogni valutazione di business costituisca un caso unico in quanto, anche nell'ambito delle medesime aree di affari, le imprese occupano posizioni specifiche e quindi sono in grado di affrontare il cambiamento (che porta sia minacce sia opportunità) con *chance* che ne differenziano apprezzabilmente le prospettive.

La scelta del modello di rappresentazione dei flussi attesi (“*as is*”, scenari multipli, *event tree* ecc.) costituisce l'aspetto più rilevante del processo di valutazione proprio perché è un indice della effettiva comprensione del *business model* dell'impresa da parte di chi la valuta e dei fattori che possono spiegare la dinamica dei risultati.

Un'altra parte importante del libro riguarda l'analisi delle scelte nel contesto dello sviluppo dei metodi del *discounted cash flow* e dei multipli, come noto generalmente adottati nella *financial community*. Una conclusione rilevante è che non sempre la prassi di scontare i flussi attesi al costo medio ponderato del capitale è una scelta condivisibile. Nel libro si dimostra infatti la superiorità, sul piano teorico, pratico e della trasparenza dell'informazione, del processo basato sulla valutazione del business escludendo le interferenze dovute alla struttura finanziaria e quindi il valore riferibile agli scudi fiscali.

L'ultima parte del libro è dedicata all'analisi della formazione dei *prezzi* di pacchetti azionari di differenti dimensioni (totalitari, di controllo, di minoranza) sul c.d. *market for corporate control*. In particolare vengono discusse le circostanze che stanno a fondamento delle dinamiche dei prezzi dei capitali aziendali sia nel tempo sia nei differenti settori. Questa analisi, che consente di stimare i prezzi fattibili in concreti *deal*, costituisce la logica alla base della stima dei *fair market value* e ci fa capire che non esiste un "unico valore", ma che esso cambia in funzione della prospettiva che viene assunta (*stand alone*, *willing buyer* finanziari, *willing buyer* strategici ecc) e in funzione delle dinamiche interne ai settori, che determinano il *bargaining power* dei venditori e dei compratori.

La parte del tutto nuova rispetto all'edizione precedente, dedicata alle valutazioni nel settore finanziario, pur soffermandosi sulla *best practice* in tema di valutazione di banche, compagnie di assicurazione e altri intermediari, è strettamente integrata con le altre parti del libro e mostra come i criteri base di valutazione vengano adattati alle peculiarità dei *business model* delle imprese finanziarie. Pensiamo, anche in questo caso, che il libro porti un contributo in termini di chiarificazione e di semplificazione.

## Destinatari del testo

Il testo può essere utilizzato in campo universitario e professionale.

Ai fini dell'impiego a scopi didattici, la lettura risulterà più agevole per studenti che abbiano già seguito un corso base di Finanza Aziendale.

In campo professionale, il libro è destinato a chi realizza valutazioni di imprese, di acquisizioni e di investimenti all'interno di gruppi industriali e finanziari, banche, fondi di *private equity*, società di consulenza e di liberi professionisti.

Infine, il testo può fornire utile materiale di riflessione per studiosi di *corporate finance* interessati all'analisi empirica del funzionamento del mercato del controllo.

## Struttura del testo

Questo libro è la nuova edizione del nostro testo "Valutazione Finanziaria", pubblicato sempre con lo stesso editore nel 2004. Rispetto all'edizione precedente, sono stati effettuati numerosi cambiamenti ed è stata introdotta una parte completamente nuova sulle valutazioni nel settore finanziario.

Abbiamo anche riscritto integralmente il Capitolo 1, che ora presenta un quadro più completo dei fondamenti teorici dei processi di determinazione del valore, in particolare con riferimento a incertezza e modalità alternative di rappresentare i flussi attesi. È stata completamente rinnovata anche la parte relativa alla stima del costo-opportunità del capitale.

Abbiamo cercato di raccordare l'analisi dei metodi di valutazione alla *best practice* nella *financial* e nella *business community* e ci sembra che ciò rappresenti il carattere distintivo della nuova edizione, che abbiamo voluto riflettere anche nel titolo.

Gli argomenti trattati sono stati suddivisi in cinque parti.

Nella Parte I (Capitoli 1-5) vengono discussi i principi che stanno alla base della valutazione delle imprese e, più in generale, di ogni iniziativa di investimento (Capitolo 1); vengono definite le configurazioni dei flussi di cassa valide ai fini della valutazione del capitale operativo e dell'*equity* delle imprese industriali (Capitolo 2); sono individuate e discusse (Capitolo 3) le prospettive che un esperto può assumere ai fini della valutazione (*asset side vs equity side*) e le modalità di stima dei benefici fiscali riferibili all'indebitamento; il problema dell'apprezzamento dei benefici fiscali viene poi approfondito nei contesti di crescita (Capitolo 4); infine, si discute il tema della stima del costo-opportunità del capitale (Capitolo 5).

Nella Parte II (Capitoli 6-8) viene presentata un'analisi delle modalità di sviluppo dei modelli di valutazione basati sui flussi di cassa attesi (*discounted cash flow*), in funzione delle caratteristiche assunte dal profilo dei flussi di cassa operativi e dal profilo dell'indebitamento.

La Parte III (Capitoli 9-10) è dedicata alle valutazioni in termini relativi, realizzate attraverso i multipli. Viene discussa una teoria dei multipli (Capitolo 9) che consente di ricondurre i valori dei multipli ai profili dei flussi attesi e al profilo di rischio; successivamente è illustrato uno schema di procedimento per l'utilizzo del metodo di valutazione presentato (Capitolo 10).

La Parte IV (Capitolo 11) riguarda le valutazioni nel settore finanziario, in particolare di banche e compagnie di assicurazione.

La Parte V (Capitoli 12-13) è dedicata allo sviluppo di un modello di stima del valore di acquisizione di partecipazioni totalitarie e di controllo (Capitolo 12); e, in seguito, all'analisi della formazione dei prezzi dei capitali aziendali nel mercato del controllo (Capitolo 13).

\* \* \*

Questo libro è il risultato di esperienze in campo universitario e professionale, di numerosi scambi di idee con colleghi, *equity analyst, private equity investor, top manager, investment e merchant banker*, cui siamo debitori di preziosi suggerimenti.

Un ringraziamento particolare va a Gianfranco Gianfrate, che ha scritto il Capitolo 11.

Università L. Bocconi  
Milano, ottobre 2007

*Mario Massari  
Laura Zanetti*

