

## SOMMARIO

Presentazione del Gruppo di Lavoro SIDREA su Valutazione d'azienda .....	V
Presentazione della Collana "Studi di Valutazione d'Azienda" a cura di SIDREA.....	VII
PRESENTAZIONE .....	XIII

### I

#### COME AFFRONTARE L'INCERTEZZA NELLA SCELTA DEI METODI DI VALUTAZIONE

I.1. Obiettivo.....	1
I.2. Inquadramento bibliografico.....	2
I.3. I principali metodi valutativi: requisiti di razionalità e affidabilità.....	3
I.4. Le incertezze legate ai metodi di valutazione.....	5
I.4.1. <i>Incetnze insite nei metodi</i> .....	6
I.4.2. <i>Incetnze derivanti dall'utilizzo dei metodi</i> .....	9
I.5. Scelta dei metodi: variabili rilevanti.....	12
I.5.1. <i>L'oggetto della valutazione</i> .....	13
I.5.2. <i>La finalità della valutazione</i> .....	15
I.5.3. <i>I dati a disposizione del valutatore</i> .....	18
I.5.4. <i>Altre variabili rilevanti nella scelta dei metodi</i> .....	21
I.6. Considerazioni conclusive.....	23
I.7. Bibliografia.....	24

### II

#### COME AFFRONTARE L'INCERTEZZA NEL BUSINESS PLANNING

II.1. Obiettivo.....	27
II.2. Inquadramento bibliografico.....	28
II.3. Il business plan: aspetti definatori e fattori di incertezza.....	29
II.4. Il business plan: principi guida e requisiti qualitativi.....	34
II.5. Indicazioni operative per affrontare l'incertezza nel business plan.....	39
II.5.1. <i>Analisi strategica e piano strategico</i> .....	39
II.5.2. <i>Piano di marketing</i> .....	45
II.5.3. <i>Piano delle vendite</i> .....	46
II.5.4. <i>Piano dell'area "operations"</i> .....	48
II.5.5. <i>Piano degli investimenti e delle fonti di finanziamento</i> .....	49
II.5.6. <i>Protezioni economico-finanziarie</i> .....	50
II.6. Arco temporale di riferimento del business plan e periodo di previsione esplicita dei flussi di risultato.....	53
II.7. Piani "in continuità" versus piani "di discontinuità".....	55

II.8.	Gli “strumenti” a supporto delle verifiche di “ragionevolezza” e di “sostenibilità” di un business plan: le analisi di sensitività e le analisi di scenario.....	59
II.9.	Gli “strumenti” a supporto delle verifiche di “ragionevolezza” e di “sostenibilità” di un business plan: la “tecnica Montecarlo” applicata ai flussi di piano.....	62
	II.9.1. <i>Finalità e caratteri</i> .....	62
	II.9.2. <i>L'interpretazione dei risultati ottenuti</i> .....	66
II.10.	Conclusioni.....	72
II.11.	Bibliografia.....	73

### III

#### COME AFFRONTARE L'INCERTEZZA NELLA DETERMINAZIONE DEI FLUSSI DA ATTUALIZZARE

III.1.	Obiettivo.....	77
III.2.	Incertezza dei flussi e stima del terminal value. Inquadramento dottrinale e di prassi.....	78
III.3.	Gli approcci per la determinazione dei flussi di risultato.....	79
	III.3.1. <i>Il grado di sintesi impiegato nella stima dei flussi</i> .....	79
	III.3.2. <i>L'approccio deterministico o probabilistico</i> .....	84
III.4.	I problemi connessi ai valori proiettati nel lungo termine.....	85
	III.4.1. <i>L'impossibilità di realizzare proiezioni all'infinito e l'importanza del terminal value</i> ..	85
	III.4.2. <i>Le possibili metodologie di stima del valore terminale e relativi parametri</i> .....	88
	III.4.3. <i>L'importanza di una corretta determinazione del periodo di previsione esplicita</i> .....	92
	III.4.4. <i>I principali problemi applicativi nella valutazione del terminal value</i> .....	94
III.5.	Conclusioni, problemi aperti, riepilogo.....	96
III.6.	Bibliografia.....	97

### IV

#### COME AFFRONTARE L'INCERTEZZA NELLA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE: IL VINCOLO DI COERENZA TRA TASSI E FLUSSI

IV.1.	Obiettivo.....	99
IV.2.	Inquadramento bibliografico.....	100
IV.3.	Natura aleatoria e soggettiva dei flussi e dei tassi.....	101
IV.4.	Il vincolo di coerenza tra flussi e tassi: il quadro concettuale di riferimento.....	105
IV.5.	Analisi delle tipologie e delle componenti del rischio.....	115
IV.6.	La costruzione del tasso in relazione alla rischiosità dei flussi.....	122
IV.7.	Il percorso logico da affrontare nella determinazione del tasso in funzione del vincolo di coerenza tra flussi e tassi.....	128
IV.8.	Conclusioni.....	129
IV.9.	Bibliografia.....	130

## V

COME AFFRONTARE L'INCERTEZZA NELLA  
DETERMINAZIONE DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE:  
SCELTA DEL MODELLO E TRATTAMENTO DELLE VARIABILI DI INPUT

V.1.	Obiettivo.....	133
V.2.	Inquadramento bibliografico.....	134
V.3.	La scelta del criterio generale per la determinazione del costo del capitale di rischio.....	134
V.4.	Dal costo del capitale di rischio al costo medio ponderato del capitale.....	143
V.5.	Il trattamento delle variabili di input nei modelli di stima del tasso.....	144
	V.5.1. <i>Le variabili oggettive di mercato e le variabili soggettive di settore e di azienda</i> .....	144
	V.5.2. <i>L'effetto dimensionale nel rischio specifico d'impresa</i> .....	152
	V.5.3. <i>Le variabili di input per la determinazione del costo medio ponderato del capitale</i> .....	154
	V.5.4. <i>Il rischio paese: vincoli di coerenza tra tassi risk-free, premi al rischio di mercato e beta</i> .....	157
	V.5.5. <i>La differenziazione dei tassi lungo l'orizzonte temporale</i> .....	161
	V.5.6. <i>La rettifica per la liquidabilità dell'investimento</i> .....	164
V.6.	Conclusioni.....	169
V.7.	Bibliografia.....	170

## VI.

IL TRATTAMENTO DELL'INCERTEZZA LEGATA ALL'INFLAZIONE:  
GLI EFFETTI SULLA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE

VI.1.	Obiettivo.....	173
VI.2.	Inquadramento bibliografico.....	174
VI.3.	Lo schema di proiezione a valori nominali e reali.....	177
VI.4.	La stima del valore prodotto nel periodo di piano.....	179
	VI.4.1. <i>La proiezione in termini reali e nominali</i> .....	180
	VI.4.2. <i>Situazione A: crescita inflazionistica "senza" investimenti di sviluppo</i> .....	185
	VI.4.3. <i>Situazione B: crescita inflazionistica "con" investimenti di sviluppo</i> .....	186
	VI.4.4. <i>Situazione C: crescita inflazionistica con effetti differenziati sulle componenti del capitale investito</i> .....	190
VI.5.	La stima del costo del capitale.....	192
VI.6.	La stima del valore prodotto dopo il periodo di piano.....	195
VI.7.	Considerazioni conclusive.....	201
VI.8.	Bibliografia.....	202
	APPENDICE - Il calcolo del Terminal Value via value drivers.....	203

## VII

IL RANGE DI VALORI E L'APPROSSIMAZIONE  
ACCETTABILE NEI VALORI FORMULATI

VII.1.	Obiettivo.....	211
VII.2.	Inquadramento bibliografico.....	212
VII.3.	Alcune incertezze nella determinazione del "giudizio finale di valore" riscontrate nella prassi.....	212

VII.4. La considerazione dell'incertezza nelle stime: il passaggio dai modelli deterministici ai modelli stocastici.....	213
VII.5. Alcune indicazioni operative per la determinazione del “giudizio finale di valore”.....	216
VII.6. Considerazioni conclusive.....	219
VII.7. Bibliografia.....	220