

**Lucie Courteau**

**VALORE D'IMPRESA  
E VALORI  
DI BILANCIO**

**Modelli di valutazione  
per gli investitori azionari**

**FrancoAngeli**

ECONOMIA - *Ricerche*

---

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it) e iscriversi nella home page al servizio "Informatemi" per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo, a "FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano".

**Lucie Courteau**

**VALORE D'IMPRESA  
E VALORI  
DI BILANCIO**

**Modelli di valutazione  
per gli investitori azionari**

*Facoltà di Economia  
Libera Università di Bolzano*

**FrancoAngeli**

Copyright © 2008 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

*L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it).*

# INDICE

Prefazione	pag. 7
<b>1. Valore d'impresa e modelli di valutazione: una premessa</b>	
1.1. Le determinazioni di valore	» 11
1.2. L'impresa come strumento di creazione del valore	» 12
1.3. Il processo di valutazione	» 16
1.4. La valutazione basata su dati contabili	» 20
1.5. Struttura del volume	» 21
<b>2. I modelli di determinazione del valore</b>	
2.1. Introduzione	» 23
2.2. Il modello di attualizzazione dei dividendi attesi (DDM)	» 24
2.3. Il modello di attualizzazione dei flussi di cassa futuri (DCF)	» 26
2.4. Il modello del reddito residuale (RIM)	» 33
2.5. Il valore finale	» 42
2.6. Ulteriori modelli di valutazione	» 49
<b>3. L'implementazione dei modelli di determinazione del valore: problematiche applicative</b>	
3.1. Introduzione	» 51
3.2. Le fasi del processo di valutazione	» 52
3.3. Valore d'impresa e valore azionario	» 53
3.4. L'analisi storica e prospettica nella determinazione delle variabili	» 55
3.5. L'implementazione del modello di attualizzazione dei dividendi attesi (DDM)	» 57

3.6. L'implementazione del modello di attualizzazione dei flussi di cassa futuri (DCF)	» 62
3.7. Il metodo di attualizzazione dei flussi di cassa futuri: alcune varianti	» 68
3.8. L'implementazione del modello del reddito residuale (RIM)	» 72
3.9. Le tecniche dei multipli di mercato	» 76
3.10. Altri modelli di valutazione	» 82
3.11. Considerazioni di sintesi	» 85

#### **4. Dati contabili e valutazione d'impresa: i modelli nella letteratura internazionale di *accounting***

4.1. Introduzione	» 87
4.2. Le diverse formulazioni del modello del reddito residuale (RIM)	» 88
4.3. La verifica empirica del modello del reddito residuale	» 95
4.4. I risultati empirici dell'applicazione dei diversi modelli di determinazione del valore	» 98

#### **5. Il contenuto informativo delle grandezze contabili sui mercati finanziari: gli studi di *value relevance***

5.1. Introduzione	» 105
5.2. Le metodologie adottate negli studi di <i>value relevance</i>	» 107
5.3. La <i>value relevance</i> delle grandezze contabili	» 111
5.4. La <i>value relevance</i> di singole voci di bilancio	» 118
5.5. La differenza tra diversi insiemi di principi contabili: un'analisi comparativa	» 129

<b>6. Conclusioni generali</b>	» 137
--------------------------------	-------

<b>Bibliografia</b>	» 145
---------------------	-------

## PREFAZIONE

“Il capitale economico non è un fondo di valori diversi sebbene coordinati, ma è un valore unico, risultante dalla capitalizzazione dei redditi futuri”

Gino Zappa

*Il presente lavoro è focalizzato sulla valutazione d'impresa, con specifico riguardo a quei processi che si avvalgono delle grandezze contabili quali variabili di determinazione. Particolare enfasi verrà dedicata al ruolo che i valori di bilancio rivestono nel guidare le scelte di investimento sui mercati finanziari.*

*Si tratta di un tema che suscita grande interesse, non solo da un punto di vista accademico, ma anche da un punto di vista squisitamente operativo. Come è noto, nel compiere una valutazione d'impresa, si provvede anzitutto alla raccolta di tutte le informazioni disponibili (le operazioni svolte, i prodotti e i servizi offerti, le competenze distintive, le opportunità di investimento, la posizione competitiva, ecc.) allo scopo di elaborarle e giungere ad una loro sintesi numerica che esprima il “valore”. A tal fine, il valutatore si serve di uno o più modelli di determinazione, secondo le specificità della situazione e le proprie inclinazioni e competenze.*

*La valutazione può essere di ausilio al management, all'interno dell'impresa, per decidere sulle opportunità di investimento che di volta in volta si presentano o, in aggiunta, può essere di supporto agli investitori, esterni all'impresa, per compiere le scelte di allocazione delle risorse sui mercati finanziari.*

*Nel presente scritto vengono effettuate alcune considerazioni sulle fondamenta teoriche del processo di valutazione e sulle questioni applicative sollevate dall'implementazione dei metodi di determinazione del valore.*

*Le pagine che seguono sono prevalentemente indirizzate ai lettori “meno esperti”, dottorandi o giovani ricercatori in particolare, con l'auspicio che possano risultare di aiuto nell'acquisizione di una maggiore consapevolezza nell'avvicinarsi a tematiche legate alla valutazione e alla creazione*

*di valore. Tale scelta risulta giustificata da una constatazione pratica. Nel corso di una consolidata esperienza di ricerca sui modelli di valutazione basati su dati contabili, l'attività accademica di chi scrive è stata parallelamente arricchita dalla diffusione didattica in occasione di seminari per studenti dei corsi di dottorato o giovani ricercatori. Nella preparazione del materiale didattico di supporto alle lezioni è stato osservato che, ad eccezione dei numerosi articoli pubblicati su riviste scientifiche specializzate, che trattano questo aspetto della letteratura di accounting, non è disponibile finora un testo che, organicamente e in maniera semplificata, tratti tali argomenti sia da un punto di vista teorico che applicativo.*

*Il presente scritto è un tentativo di soddisfare tale bisogno. Si propone di compiere una disamina degli studi condotti in un filone di ricerca che si è sviluppato esponenzialmente negli ultimi dieci anni, e che tuttora presenta una feconda opportunità per approfondimenti futuri. Si pone, dunque, come una sorta di "sillabario", una guida per chi voglia muovere i primi passi in questo affascinante campo di ricerca nel modo più semplice possibile.*

*Il lavoro è organizzato come segue. Il capitolo primo è dedicato alla presentazione della tematica. Dopo aver introdotto i concetti di valore e di creazione di valore, si illustrano le fasi coinvolte in un processo di valutazione, al fine di delimitare i confini del fenomeno da studiare prima di esaminarne le singole componenti. Il capitolo secondo illustra in modo più approfondito i vari modelli di determinazione del valore, maggiormente diffusi, seguendo un approccio teorico-descrittivo. Partendo dal principio cardine della finanza, secondo cui il valore di un investimento è uguale al valore attuale dei flussi finanziari che sarà in grado di generare in futuro, si chiarisce come tale assunto si rifletta nella formulazione dei metodi analizzati.*

*Il capitolo terzo si propone di affrontare i risvolti puramente pratici della valutazione d'impresa. Avvalendosi di un esempio, il caso Luxottica Spa, si procede all'applicazione di ciascun modello discusso nel capitolo precedente. Vengono posti in evidenza i principali problemi di implementazione dei diversi modelli presentando le soluzioni cui gli analisti finanziari fanno maggiormente ricorso. Questa parte del lavoro fornisce una visione d'insieme del processo di valutazione, senza avere la pretesa di esaurirne tutti gli aspetti, per i quali si rimanda alla vasta ed autorevole letteratura specializzata sull'argomento.*

*Dopo aver passato in rassegna, nei capitoli secondo e terzo, i modelli di valutazione basati sui dividendi, sui flussi di cassa, sui multipli e sui dati contabili, la trattazione si focalizza sui modelli basati su dati contabili. Nei capitoli quarto e quinto vengono presentati i filoni sviluppatisi nella letteratura internazionale di accounting, che hanno specificamente investigato questo tipo di modelli negli ultimi decenni. Ripercorrere gli innumerevoli contributi forniti in letteratura è un compito non semplice, data la vastità della produzione; è per questo motivo che si è deciso di restringere ulteriormente il campo, privilegiando gli studi in cui i modelli di valutazione basati sulle grandezze contabili sono stati utilizzati per investigare la relazione tra i valori di bilancio e il valore dell'impresa, nella prospettiva dell'investitore azionario.*

*Sebbene nello svolgimento della trattazione si ricorra all'utilizzo di un gran numero di equazioni, è necessaria al lettore solo una conoscenza di base della matematica e della statistica. Pertanto, è richiesto uno sforzo minimo, anche nelle dimostrazioni matematiche, poiché il testo fornisce le spiegazioni necessarie alla comprensione del contenuto e del significato di tutte le espressioni impiegate. Il ricorso alle equazioni permette di presentare con pochi simboli alcuni dei concetti ritenuti più complessi. Esse permettono al lettore di individuare in modo chiaro le relazioni esistenti fra i vari fattori che influenzano la valutazione di impresa, ed avere immediatamente presenti concetti che altrimenti avrebbero richiesto pagine e pagine per essere sviscerati.*

*L'autore desidera dedicare questo libro al Professore Gerald A. Feltham, per la dedizione dimostrata durante gli studi di dottorato e per aver introdotto chi scrive all'utilizzo dei modelli matematici nella ricerca in accounting, trasmettendo l'idea che le equazioni non costituiscono un nemico di cui aver paura.*

*Ringraziamenti particolari vanno ai Professori Maurizio Murgia, Claudio Teodori e Stefano Zambon per il loro sostegno dall'inizio della carriera dell'autore in Italia, alla dott.ssa Chiara Sansone per la traduzione dall'inglese e alla dott.ssa Michela Cordazzo per l'aiuto tecnico e il sostegno morale. Si ringrazia anche la Facoltà di Economia della Libera Università di Bolzano per aver finanziato la pubblicazione di questo lavoro.*

*Un ultimo grazie va al marito dell'autore, Jean-Michel, per il supporto che è stato essenziale per tutto il percorso che ha condotto alla conclusione di questo lavoro.*

*Resta ferma, naturalmente, la responsabilità di chi scrive per il contenuto del testo.*

*Lucie Courteau  
Libera Università di Bolzano  
Maggio 2008*

# 1. VALORE D'IMPRESA E MODELLI DI VALUTAZIONE: UNA PREMESSA

## 1.1. Le determinazioni di valore

La valutazione è un processo attraverso il quale si giunge ad una determinazione numerica del valore di una risorsa economica. Per alcune tipologie di beni, il valore risulta agevole da stabilire poiché esiste un mercato di riferimento in cui risorse analoghe vengono negoziate su base continuativa. È il caso, ad esempio, di beni reali come l'oro o il grano e di titoli (siano essi azionari o obbligazionari) di alcune grandi società quotate. Sui mercati in cui questi beni vengono scambiati, migliaia o addirittura milioni di investitori acquistano e vendono oro, grano o titoli, ciascuno sfruttando le informazioni di cui dispone e formulando le proprie aspettative circa il futuro andamento dei prezzi. Se il mercato è efficiente, gli errori di stima dei singoli investitori si annullano vicendevolmente e il prezzo di mercato che emerge dalle transazioni risulta corrispondere al valore intrinseco del bene.

Per quei beni che possono essere considerati “unici”, come ad esempio alcuni edifici, o per i beni per i quali non esiste un mercato, come le azioni delle società non quotate, non si può ricorrere ad un tale meccanismo automatico di determinazione del valore, e pertanto il singolo investitore dovrà provvederle all'individuazione. Tale processo di determinazione e individuazione del valore richiede una conoscenza approfondita delle caratteristiche del bene e delle tecniche di valutazione, che vengono applicate per tradurre le informazioni in un unico numero che sia in grado di esprimere il valore del bene stesso.

Inoltre, anche quando esista un mercato sul quale beni analoghi vengono negoziati su base continuativa, il “prezzo individuato dal mercato” non ne-

cessariamente rappresenta il valore intrinseco del bene. È possibile, infatti, che alcuni beni vengano “sovrastimati” o “sottostimati” dal mercato a causa di temporanee (o permanenti) inefficienze. Per questo motivo, un processo distinto di valutazione potrebbe rendersi necessario per quei beni per i quali venga determinato un prezzo sul mercato.

A titolo di esempio, il 10 dicembre 1999 le azioni della società di commercio elettronico *Amazon.com* hanno raggiunto un prezzo di 106,69 \$ sul mercato azionario statunitense. Sin dalla sua costituzione nel 1994, *Amazon.com* ha sempre registrato perdite (la prima chiusura in utile si è verificata nel 2003). Un anno dopo, il 20 dicembre 2000, la stessa azione veniva valutata sul mercato a 15,19 \$, e dal gennaio 2004 il prezzo si è assestato intorno ai 40 \$. Queste larghe oscillazioni del prezzo di mercato non sono dovute, per la maggior parte, a cambiamenti nelle operazioni dell’impresa o ad opportunità di crescita della società. Il *valore intrinseco* o *valore reale* dell’impresa non è effettivamente diminuito dell’85% tra il dicembre 1999 e il dicembre 2000, ma la percezione degli investitori sul mercato di tale valore ha subito un cambiamento radicale, quale conseguenza dello scoppio della cosiddetta “bolla speculativa” nel settore delle imprese ad alta tecnologia che ha interessato i mercati all’inizio del 2000.

Il processo di valutazione deve tener conto di tutte le informazioni disponibili in relazione al bene in questione in modo da poter giungere ad una stima sintetica. Un’attenta analisi delle operazioni e delle opportunità di crescita di *Amazon.com* a dicembre 1999 avrebbe probabilmente condotto ad un importo più basso rispetto al picco di 106,69 \$ (ma più elevato del minimo raggiunto di 15,19 \$), da cui si desume che il mercato avesse sovrastimato l’azione.

Al fine di poter trasformare le informazioni su un’impresa in una stima numerica del valore della stessa impresa, è necessario capire come un’impresa crei valore, ovvero come le operazioni, le attività di investimento e di finanziamento trasformino l’impiego di denaro in beni e servizi che possono essere ceduti ai clienti a condizioni remunerative.

## **1.2. L’impresa come strumento di creazione del valore**

I soggetti decidono di intraprendere un’attività rischiosa nella speranza di accrescere la propria ricchezza, almeno nel medio e lungo termine. Que-

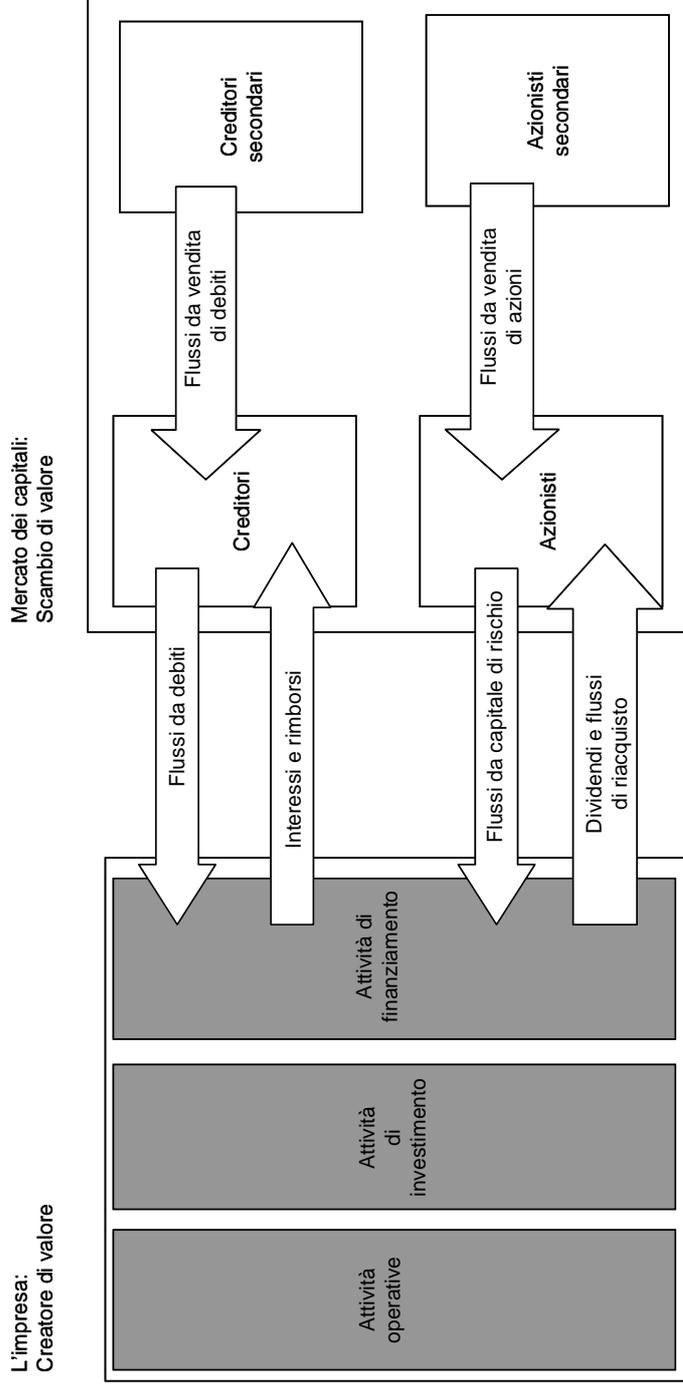
sto incremento di ricchezza viene generato dalle operazioni dell'impresa, attraverso sia la vendita di prodotti sia l'erogazione di servizi ai clienti, qualora siano disposti a pagare un prezzo maggiore rispetto al costo che l'impresa ha sostenuto per produrli. La creazione di valore si basa, quindi, sull'attività caratteristica dell'impresa, da cui si evince che il processo di valutazione deve focalizzarsi proprio su quest'ultima.

La Figura 1.1. illustra le interazioni esistenti fra l'impresa e il mercato dei capitali. L'attività operativa, che si concretizza nella produzione e vendita di beni e servizi, genera flussi di cassa – e quindi valore – fintantoché tali flussi, provenienti dalle vendite a propri clienti, superano le somme pagate per produrre o acquistare i beni e per erogare i servizi. Per poter continuare a creare valore, l'impresa ha bisogno di acquisire nuovi impianti e macchinari, assumere e addestrare il personale, espandersi in nuovi mercati e sviluppare nuovi prodotti e servizi. Queste scelte rappresentano le attività di investimento. Si tratta di investimenti che vengono effettuati nella speranza di produrre flussi di cassa, e quindi ricavi nel medio/lungo termine. Le attività di investimento dell'impresa non creano tuttavia valore in sé.

Le attività di finanziamento rappresentano qualsiasi operazione il cui obiettivo risiede nel reperire le risorse finanziarie necessarie per continuare a produrre beni e servizi – fintantoché il consumatore sarà disposto a pagare per essi –, e per attuare gli investimenti necessari alla sopravvivenza dell'impresa nel lungo termine. Solo una parte del finanziamento deriva dai flussi di cassa generati dall'impresa attraverso le vendite, in quanto la maggior parte del finanziamento viene apportata da investitori esterni, sia in forma di debito (prestiti bancari o obbligazionari, ecc.) che di capitale di rischio (emissione di azioni).

I creditori forniscono all'impresa risorse finanziarie, e si aspettano di ricevere una remunerazione attraverso la riscossione periodica degli interessi e la restituzione della quota capitale alla scadenza del prestito. Inoltre, possono anche realizzare entrate di denaro vendendo direttamente ad altri investitori il proprio diritto ad incassare tali pagamenti. Anche gli azionisti apportano risorse all'impresa, ma il loro ritorno si realizza sottoforma di dividendi o attraverso il riacquisto dell'azione da parte dell'impresa. Nessuna delle due forme di remunerazione viene determinata in anticipo, cosicché il tempo e l'importo dei flussi di cassa risultano indefiniti rispetto a quanto si verifica nel caso dei creditori. I mercati dei capitali forniscono altresì la possibilità di vendere ad azionisti secondari il diritto alla riscossione dei

Fig. 1.1. – Relazione fra l'impresa e il mercato dei capitali



Fonte: Penman (2001, p. 7)

dividendi e all'eventuale riacquisto da parte dell'impresa. L'importo che essi ricavano dalla vendita delle azioni sul mercato dipende dal valore creato dalle attività operative. Nessun valore viene creato dal mercato dei capitali o attraverso le attività di finanziamento dell'impresa.

Quando un'impresa cessa la propria attività, tutti gli elementi attivi sono venduti e i debiti vengono estinti. Le disponibilità che residuano rappresentano il valore del patrimonio che va attribuito agli azionisti. L'ipotesi di liquidazione costituisce per lo più una fattispecie teorica, poiché è difficile che le imprese intraprendano deliberatamente la strada della liquidazione se non in caso di fallimento. Tuttavia tale accezione rappresenta la base del concetto secondo cui gli azionisti sarebbero i cosiddetti *residual claimants*, ossia i portatori residuali di interesse dell'impresa. Essi vantano un diritto sull'intero valore residuo dell'impresa, dopo che tutti i debiti sono stati onorati. In qualsiasi momento intermedio fra la creazione e la liquidazione, il valore dell'impresa si basa proprio sul suo (ipotetico) valore di liquidazione, ma deve essere stimato sulla base delle informazioni disponibili al momento della valutazione riguardo ai rendimenti passati e futuri. Il "valore reale" viene definito *valore intrinseco* e non è mai direttamente osservabile.

I mercati dei capitali, con milioni di investitori che negoziano miliardi di azioni ogni giorno, rappresentano il miglior meccanismo in grado di avvicinarsi quanto più possibile al valore intrinseco. Ciascun investitore raccoglie le informazioni sull'impresa e l'ambiente di riferimento, elabora la propria opinione sul valore delle azioni e agisce sulla base delle proprie aspettative, formulando prezzi di acquisto (vendita) nel caso in cui voglia comprare (cedere) le azioni. Sul mercato dei capitali, si confrontano le differenti aspettative sul valore dell'impresa, e il prezzo che ne consegue rappresenta il risultato del consenso di tutti gli investitori, poiché gli errori di stima di ogni singolo investitore si compensano a vicenda e quindi si annullano.

Se il mercato è efficiente, il prezzo così determinato sarà molto vicino al valore intrinseco dell'azione e includerà tutte le informazioni disponibili sull'impresa. Molti studiosi hanno evidenziato che i mercati dei capitali possono essere considerati piuttosto efficienti in media, ma che ci sono situazioni in cui i prezzi differiscono temporaneamente dal valore intrinseco. Appare quindi chiaro in che modo l'applicazione di tecniche di valutazione sistematiche possa essere utile anche per quelle imprese i cui titoli sono quotati, agevolando l'individuazione di quelle azioni che non sono valutate adeguatamente dal mercato.

### **1.3. Il processo di valutazione**

Per determinare il valore di un'impresa, l'analista deve sintetizzare tutte le informazioni che ha a disposizione sull'impresa e sull'ambiente di riferimento in un singolo numero. Questo numero può poi a sua volta essere impiegato per intraprendere decisioni strategiche di investimento. Per raggiungere questo risultato, l'analista deve seguire una procedura sistematica per raccogliere le informazioni, analizzarle, e poi utilizzarle per prevedere i rendimenti futuri dell'impresa. Sono proprio queste previsioni che danno origine al processo di valutazione.

#### *Le fasi del processo di valutazione*

La raccolta delle informazioni che consentono di formulare le previsioni costituisce la prima fase del processo di valutazione. L'analista deve acquisire una buona conoscenza dei prodotti e servizi dell'impresa, del processo di produzione e della qualità della forza lavoro, inclusi gli alti vertici. Tutti questi fattori sono alla base della capacità dell'impresa di creare valore. L'analista deve anche esaminare il settore nel quale l'impresa opera, i suoi concorrenti, la presenza sul mercato di prodotti che possono essere considerati sostituti o complementi a quelli dell'impresa stessa, e la sua sensibilità a fattori di natura macroeconomica, quali i tassi d'interesse e di cambio, l'inflazione e la crescita economica. Deve altresì cercare di decifrare la strategia dell'impresa, ovvero in quale direzione l'impresa intende sviluppare la propria crescita, quale tipo di investimenti di ricerca e sviluppo si stanno effettuando, se viene favorita la crescita attraverso acquisizioni esterne o sviluppando le forze interne, ecc.

Una volta che le informazioni sono state raccolte, la seconda fase consiste nell'analisi di tali informazioni, che si basa sull'individuazione delle relazioni che sussistono tra i diversi dati a disposizione dell'analista – sia qualitativi che quantitativi – per dare un senso al tutto. Una parte considerevole di questa seconda fase viene effettuata attraverso l'analisi di bilancio, che si esplica nel calcolo di indici e il confronto tra questi e quelli di imprese che generalmente appartengono allo stesso settore dell'impresa oggetto di analisi. In questo senso, l'analista può esprimere un giudizio sulle operazioni passate e presenti dell'impresa, dal momento

che i bilanci rappresentano il risultato storico delle transazioni avvenute. A questo tipo d'analisi, viene aggiunta l'osservazione di tutte quelle informazioni, qualitative e quantitative, ottenute da fonti diverse dal bilancio (fonti extra-contabili), in modo da ottenere un quadro completo di come l'impresa abbia creato valore nel passato e come possa continuare a crearlo in futuro.

La terza fase del processo di valutazione è la previsione e rappresenta un momento fondamentale nel processo di valutazione, poiché consiste nell'utilizzo della conoscenza acquisita nelle prime due fasi e nella sua proiezione al futuro. Nel momento in cui gli investitori acquistano le azioni di una società sono disposti a pagare un determinato prezzo nella speranza di ricevere in cambio i dividendi o il reddito da capitale (*capital gain*) sulla base dei rendimenti futuri. È per questo motivo che la valutazione si deve basare sulla previsione dei risultati delle future attività operative. L'analisi per indici è basata su dati storici, ma l'analista può espandere l'andamento passato di alcune grandezze contabili affiancando all'analisi per indici la conoscenza qualitativa che possiede in relazione alle strategie di impresa, i prodotti e la forza lavoro, e quindi sviluppare una stima dei rendimenti attesi. Stabilire su quali grandezze bisogna effettuare delle previsioni dipende dagli strumenti di valutazione che si sceglie di utilizzare nella fase successiva del processo, che consentono di esprimere le previsioni future attraverso un singolo valore al presente.

La trasformazione delle previsioni in un unico valore di stima viene effettuata con l'aiuto di uno o più modelli di valutazione. Esistono tanti modelli di valutazione quanti sono gli analisti che effettuano la valutazione. Il principale obiettivo di questa pluralità di modelli consiste nella determinazione del valore intrinseco di un'impresa, utilizzando nella maniera più efficiente possibile le informazioni disponibili sull'impresa e sull'ambiente di riferimento. Alcuni di questi modelli vengono sviluppati sulla base di una maggiore rapidità e semplicità d'uso, quali ad esempio le tecniche di valutazione basate sui rapporti tra il prezzo e il rendimento (*price-to-earnings*) o tra il prezzo e il patrimonio netto (*price-to-book value*); mentre altri sono stati concepiti per inserire il maggior numero di informazioni nel calcolo del valore d'impresa. Si tratta dei metodi di valutazione basati sulla stima dei flussi di cassa futuri o del metodo del reddito residuale, che sono più complessi da applicare, ma sono verosimilmente più accurati in quanto elaborano una maggiore quantità delle informazioni raccolte ed analizzate nel-

le fasi precedenti del processo. L'esame e il confronto fra i vari modelli di valutazione costituisce uno degli obiettivi principali di questo libro.

### *Il risultato del processo di valutazione*

L'ultima fase costituisce l'obiettivo principale dell'intero processo di valutazione: l'impiego delle stime del valore per l'assunzione di decisioni economiche. I metodi e le tecniche di valutazione sono stati inizialmente sviluppati per supportare gli investitori nella determinazione del valore delle azioni prima di decidere se acquistarle o venderle. Infatti, tutte le tecniche in questione sono basate sull'informazione disponibile ai soggetti esterni all'impresa, e vengono utilizzate *in primis* dagli analisti finanziari per consigliare i propri clienti sull'acquisto, la vendita o il possesso di talune azioni quotate sul mercato dei capitali.

Il valore stimato costituisce l'importo che l'investitore sarebbe disposto a pagare per acquistare le azioni sul mercato al momento della valutazione. Se si verifica che il valore stimato è più basso del prezzo corrente di mercato, nel caso di imprese quotate, o del prezzo proposto in una transazione privata, l'investitore decide di non comprare le azioni o di venderle nel caso ne sia già in possesso. Se il valore stimato è più elevato rispetto al prezzo, allora all'investitore conviene acquistare le azioni al prezzo di mercato, aspettando di ottenere un beneficio quando il prezzo di mercato raggiungerà il valore intrinseco delle azioni o quando verranno distribuiti i dividendi. In entrambi i casi, l'investitore si aspetta che il prezzo di mercato delle azioni si allinei al suo valore intrinseco.

Il risultato che deriva dal processo di valutazione può essere utilizzato dagli amministratori dell'impresa nelle decisioni di investimento e di finanziamento o come componente degli schemi di remunerazione per taluni dipendenti. Attraverso il confronto tra questo risultato e il valore di mercato, gli amministratori possono decidere di riacquistare le azioni dell'impresa, se il prezzo di mercato è più basso della stima di valore, o di emettere altre azioni se il prezzo risulta più elevato. Il processo può anche essere applicato a singoli progetti di investimento per determinare se il loro valore attuale netto sia positivo. Inoltre viene applicato ai rami di un'impresa per decidere se mantenerli, nel caso in cui il loro valore stimato risulti più alto del prezzo al quale potrebbero essere disinvestiti, o di-

smetterli se risulta più basso. Infine, il confronto tra il valore dell'intera impresa o di alcuni dei suoi rami e il valore d'impresе o di rami d'impresa ad essa equiparabili rappresenta uno strumento per valutare la performance del top management in fase di decisione della remunerazione o di una eventuale promozione dello stesso.

### *I modelli di valutazione: una prima classificazione*

I modelli di valutazione usati nella quarta fase del processo sono strumenti di analisi che permettono di trasformare le previsioni sui rendimenti futuri in una stima di valore. Sebbene il numero di modelli usati nella prassi sia pressoché illimitato, essi possono essere in genere classificati in due principali categorie: i multipli e i modelli di attualizzazione. I modelli basati sui multipli calcolano il rapporto fra il prezzo delle azioni e un parametro di riferimento quale il reddito, il fatturato o il patrimonio netto per imprese che possono essere considerate confrontabili con l'impresa da valutare. Questo rapporto, che viene chiamato "multiplo", viene poi applicato al corrispondente parametro dell'impresa (il suo reddito, il fatturato o il patrimonio netto) per determinarne il valore.

I modelli di attualizzazione sono invece basati sulle previsioni dei rendimenti futuri e prendono in considerazione le serie temporali usando formule di attualizzazione. I rendimenti futuri sono solitamente espressi da una delle seguenti variabili di determinazione: i dividendi futuri che verranno distribuiti agli azionisti, i flussi di cassa futuri che l'impresa produrrà tramite le proprie attività operative, e gli utili netti futuri che saranno rappresentati in bilancio. Nonostante la diversità sia negli input impiegati sia nell'applicazione degli stessi nel processo di valutazione d'impresa, si può dimostrare l'equivalenza tra i vari modelli da un punto di vista teorico.

Il primo obiettivo di questo libro è esaminare l'implementazione del processo di valutazione allo scopo di determinare il valore delle imprese, e in particolare il valore del capitale. Il libro propone, infatti, un'analisi sia dei principali modelli di valutazione usati dagli investitori e dagli analisti finanziari, sia dei legami esistenti tra tali modelli in una prospettiva teorica.