

# La valutazione d'impresa in situazioni di mercati turbolenti

pianificazione, finanza e controllo

## Determinazione dei parametri

**Matteo Mancaruso**

Dottore commercialista,  
Partner Kon Spa

**L'attuale andamento dei mercati, con il conseguente crollo della capitalizzazione delle varie borse mondiali, pone dei dubbi circa la reale rispondenza tra il corso dei titoli quotati e il loro valore intrinseco basato sui fondamentali. In tali situazioni diventa estremamente importante la sensibilità dell'analista nella corretta determinazione dei parametri da utilizzare durante l'applicazione delle più note e diffuse tecniche di valutazione.**

La determinazione del valore del capitale economico di un'attività aziendale può essere condotta con molteplici criteri: i più diffusi nell'attuale prassi operativa sono i metodi finanziari e i metodi dei multipli di Borsa.

I criteri finanziari di valutazione si ispirano al concetto generale che il valore di un'azienda è pari al valore attualizzato di tutti i flussi di cassa che la stessa è in condizione di generare in futuro.

In concreto sono state sviluppate differenti alternative metodologiche, tra le quali ha trovato particolare attenzione quella dei flussi di cassa operativi scontati o *unlevered discounted cash flows analysis (UDCF)*.

Con l'adozione del metodo dell'*unlevered discounted cash flow*, il valore del patrimonio netto di un'azienda viene determinato, in sintesi, sulla base della seguente formula:

$$W = V_0 + SA - L$$

dove i simboli assumono il seguente significato:

–  $W$  = valore corrente teorico del capitale dell'azienda che si intende valutare;

- $V_0$  = valore "operativo" del capitale strumentale investito nella società; esso è dato dalla sommatoria di tutti i flussi finanziari *unlevered* per ciascuno degli anni considerati nel periodo di proiezione esplicita, a cui va sommato il valore residuo della sola attività operativa del complesso aziendale alla fine dell'ultimo periodo di previsione esplicita, attualizzati al periodo corrente sulla base di un tasso denominato *WACC* (o costo medio ponderato del capitale investito);
- $SA$  = valore attribuito ai beni non strumentali (*surplus assets*);
- $L(PFN)$  = consistenza dei debiti onerosi alla data di riferimento (posizione finanziaria netta).

Nel dettaglio i singoli parametri rilevanti facenti parte della formula sono così determinati:

**a. flussi finanziari unlevered.** Esprimono la dimensione finanziaria della gestione operativa dell'azienda e pertanto si determinano sia trasformando grandezze economiche di competenza (reddito operativo) in effettivi movimenti di risorse monetarie generati per effetto del normale svolgimento dell'attività operativa dell'azienda stessa, sia con-



siderando gli esborsi derivanti dalla realizzazione di investimenti. La sommatoria dei flussi di cassa operativi netti attualizzati esprime, di fatto, il valore complessivo del totale delle attività operative di un'impresa e quindi il valore corrente del capitale investito operativo;

**b. valore residuo.** È una misura sintetica (talvolta indiretta) dei flussi annuali imprevedibili, ossia al di là della soglia di previsione analitica. Ai fini della stima del valore residuo, diversi approcci alternativi sono proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente. In particolare, il valore residuo può essere determinato come:

- valore di liquidazione dell'attivo, al netto dei debiti residui alla fine del periodo di previsione esplicita;
- valore corrispondente alla capitalizzazione illimitata del reddito operativo netto;
- valore derivante dall'impiego di moltiplicatori empirici del tipo *price/earning per share*, *price/net book value per share* o *enterprise value/EBITDA*;
- valore corrispondente alla capitalizzazione del flusso finanziario prospettico medio;

**c. costo medio ponderato del capitale.** Nel metodo dell'UDCF, i flussi finanziari individuati sono quelli di natura operativa, destinati alla remunerazione di tutti i fornitori di capitale, azionisti e terzi.

Ai fini dell'attualizzazione dei flussi finanziari e del valore residuo, deve essere pertanto utilizzato un tasso rappresentativo del costo medio del capitale investito nella società. Il WACC è definito come segue:

$$WACC = w_e i_e + w_d i_d (1 - t)$$

dove i simboli assumono il seguente significato:

- $w_e$  = peso attribuito al capitale proprio;
- $w_d$  = peso attribuito al capitale di terzi (debiti onerosi);
- $i_e$  = costo del capitale proprio;
- $i_d$  = tasso di interesse medio sul capitale di terzi (debiti onerosi);
- $t$  = aliquota fiscale media della società.

I fattori sopra riportati possono essere determinati come segue.

## Costo del capitale proprio

Il costo del capitale proprio  $i_e$  è comunemente definito come il rendimento medio atteso dal capitale di rischio investito nell'impresa, ossia il costo opportunità del capitale azionario dell'impresa considerata.

Nella valutazione in oggetto, è parso opportuno tenere nel debito conto i metodi più rigorosi proposti dalla dottrina internazionale, accettati dalla prassi professionale e applicabili al contesto italiano.

In particolare, le deduzioni cui perverremo trovano solide basi nel *capital asset pricing model (CAPM)*.

## Costo del capitale di terzi

Il costo del capitale di debito  $i_d (1 - t)$  della società, da utilizzare ai fini del calcolo del WACC, è pari al tasso medio del capitale di terzi (tasso medio sui debiti onerosi esclusi dal calcolo dei flussi finanziari *unlevered*)  $i_d$ , al netto della fiscalità media effettiva  $t$  della società, applicata per tenere conto della deducibilità fiscale degli oneri finanziari.

## Struttura finanziaria della società

I tassi sopra definiti, rappresentando il costo opportunità di tutte le componenti del capitale, azionario e di debito, devono essere ponderati in relazione alla struttura finanziaria della società.

Ai fini della stima della struttura finanziaria della società, ossia della definizione dei pesi  $w_e$  e  $w_d$ , diversi approcci alternativi sono proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale. In particolare, i pesi possono essere determinati sulla base di diversi approcci:

- struttura finanziaria della società alla data di riferimento della valutazione. Tale approccio si basa sull'ipotesi che l'attuale struttura finanziaria della società sia rappresentativa della composizione tendenziale del capitale;
- struttura finanziaria prospettica della società.

## I surplus assets

Sono componenti del capitale investito dell'azienda non inerenti alla gestione caratteristica della stessa e che, non dando luogo a "flussi di cassa operativi", non sono stati valorizzati nel processo di attualizzazione dei flussi stessi.

## Debiti onerosi alla data di riferimento

Esprime il valore dei debiti finanziari netti dell'azienda e può discostarsi dal semplice valore contabile qualora talune delle forme di finanziamento assunte dall'azienda presentino un costo effettivo che si discosta dalle condizioni di mercato.

I criteri di mercato si basano sull'ipotesi che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al *prezzo fatto in scambi di beni similari* avvenuti nel recente passato. I criteri di mercato sono di norma applicati mediante l'utilizzo di diverse metodologie, tra cui:

1. metodo dei prezzi di Borsa: il metodo dei prezzi di Borsa consiste nel riconoscere a un'azienda quotata un valore pari a quello attribuito dal mercato borsistico, a prescindere dagli effettivi valori patrimoniali e reddituali, storici e prospettici;
2. metodo dei multipli di Borsa: si fonda sull'analisi della relazione esistente, per un campione di aziende quotate similari all'azienda oggetto di valutazione, tra l'andamento dei prezzi di Borsa e alcuni parametri economico-patrimoniali (per esempio, ricavi, EBIT, EBITDA, patrimonio netto ecc.);
3. metodo delle transazioni comparabili: si fonda sull'analisi delle transazioni effettivamente intercorse per l'acquisizione di aziende o rami o *assets* similari a quelli oggetto di valutazione. Anche in tali ipotesi si mettono in relazione l'andamento dei prezzi di Borsa e alcuni parametri economico-patrimoniali di mercato.

## Evidenze empiriche

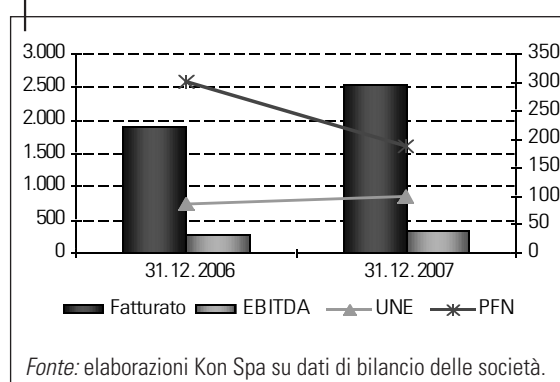
L'intento di questa riflessione sui criteri di valutazione sopra riportati non è tanto quello di approfondirne il procedimento applicativo o la loro applicabilità in senso assoluto, ma introdurre al-

cune considerazioni in merito alla contingente situazione dei mercati finanziari.

Si è pertanto effettuata una rapida analisi in relazione all'andamento delle capitalizzazioni di Borsa (unicamente per il mercato *Expandi*) nell'ultimo anno e mezzo, esaminate congiuntamente ai risultati storici fondamentali conseguiti dalle stesse società nel medesimo periodo.

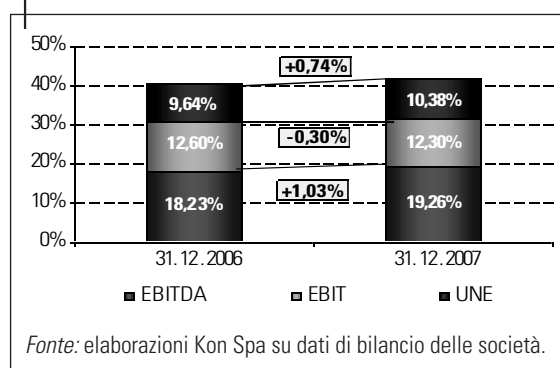
In particolare (*figura 1*), il fatturato delle società oggetto di analisi è cresciuto in valore assoluto mediamente, nel periodo oggetto di analisi, del 25,7%, l'*EBITDA* del 15,7% e l'utile netto del 14,1% a fronte di una riduzione della posizione finanziaria netta media del 60%.

Figura 1



Anche analizzando le marginalità delle società (*figura 2*) in termini percentuali sul fatturato, risulta evidente un miglioramento soprattutto in termini di EBITDA % e utile netto %.

Figura 2

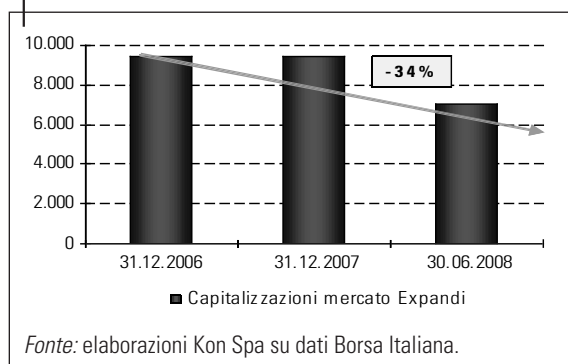


L'andamento delle capitalizzazioni di Borsa, a parità di perimetro, evidenzia tuttavia una marcata

riduzione, accentuata in particolar modo dall'andamento degli ultimi sei mesi.

Le evidenze empiriche riportate mostrano come i corsi azionari nel medesimo periodo abbiano seguito un andamento opposto rispetto a quella che è stata l'evoluzione dei valori fondamentali storici delle società analizzate.

Figura 3



Da un punto di vista di processo valutativo, il criterio di valutazione basato sui fondamentali che è in grado di rappresentare al meglio il riflesso che un mutato scenario macro-economico ha sul valore delle imprese è senza dubbio il *discounted cash flow*. Vediamo come. In generale, sappiamo come una fase attesa di stagflazione (crescita reale pari a zero con elevati tassi di inflazione) e ancora di più di recessione (crescita negativa) rappresenta uno scenario atteso negativo per tutte le imprese, in particolar modo per quelle operanti nei settori cosiddetti "ciclici" (per esempio, beni di consumo). Infatti ciascuna crescita aziendale ipotizzata contrasta con attese di contrazione da parte del mercato, per cui un aumento dei volumi di vendita può avvenire necessariamente solo a scapito degli altri concorrenti del settore. Tale situazione si riflette in una revisione al ribasso dei flussi di cassa futuri attesi, pur mantenendo costanti tutte le ipotesi interne aziendali che stanno alla base della costruzione di ogni piano industriale. Quindi una revisione fortemente al ribasso delle stime di crescita economica mondiale ha determinato un peggioramento rispetto a quanto previsto in precedenza dai flussi di risultato attesi dalle singole imprese.

Maggiore attenzione merita, a nostro avviso, la scelta del tasso di attualizzazione<sup>1</sup> in una situazione di crisi come quella attuale, cioè caratterizzata da scarsa disponibilità di liquidità (connessa ai problemi del sistema finanziario scaturiti dalla crisi sui mutui *sub-prime*).

La funzione del tasso di attualizzazione è quella di esprimere il costo opportunità del capitale, cioè il rendimento cui gli azionisti rinunciano mantenendo l'investimento in impresa, anziché liquidarlo e impiegarlo in investimenti alternativi di pari rischio. Secondo tale approccio, infatti, il costo opportunità del capitale deve garantire il principio della sostitutività dell'investimento.

Ci è consentita adesso una breve digressione per rappresentare in maniera più corretta il concetto che vogliamo esprimere. La dottrina economica determina sulla base del tasso di attualizzazione, in quanto appunto costo-opportunità, e del valore di capitale economico dell'impresa una particolare configurazione di risultato economico: il *reddito economico permanente (REP)*.<sup>2</sup> Il *REP* è uguale al prodotto fra il costo opportunità del capitale e il valore di capitale economico. In pratica, esprime una misura teorica di reddito d'impresa e corrisponde alla rendita annua perpetua costante che giustificerebbe il valore di capitale economico qualora l'impresa avesse già raggiunto la sua fase di maturità, ovvero avesse esaurito tutte le opportunità di crescita. Nel caso in cui l'impresa avesse ancora possibilità di crescita da sfruttare o viceversa si trovasse in una fase di declino, il *REP* si discosterebbe dal reddito contabile corrente. Esemplicando, quindi, esso è superiore al reddito contabile quando le imprese si trovano in una fase di sviluppo, poiché comprende anche il valore delle prospettive future di crescita ed è inferiore al reddito contabile per le imprese che si trovano in un ciclo di vita discendente, in quanto le prospettive di declino contribuiscono a determinare un reddito permanente più contenuto di quello corrente.

Il *REP*, pur esprimendo una configurazione ideale di reddito d'impresa e non una misura effettiva (per misurare il *REP* occorre conoscere il valore d'impresa, che del *REP* è a sua volta funzione), costitui-

<sup>1</sup>A. Damodaran, *The dark side of valuation. Valuing Old tech, new tech, and new economy company*, Prentice Hall, 2001.

<sup>2</sup>L. Guatri - M. Bini, *I tassi di attualizzazione e l'analisi fondamentale*, La valutazione delle aziende, n. 30 settembre 2003.

sce lo strumento logico attraverso il quale comprendere la natura del nesso di dipendenza reciproca fra saggio di attualizzazione e reddito economico d'impresa. In questa prospettiva il costo-opportunità del capitale deve garantire il rispetto di un secondo importante principio: il principio della coerenza rispetto ai flussi di risultato da attualizzare.

Il tasso di attualizzazione, al contrario dei flussi di cassa attesi – generalmente ricavati da piani formalizzati e approvati dai responsabili organi aziendali – rappresenta un *input* informativo che non ha necessità di uno specifico supporto aziendale. Nella pratica professionale si è soliti sostenere che la base informativa costituita dalle proiezioni finanziarie (i flussi di risultato prospettici) deve essere fornita dall'azienda oggetto di valutazione, mentre quella costituita dal costo del capitale è fornita dal mercato finanziario (tassi *risk free*, premi per il rischio, imprese comparabili ecc.). Occorre fare attenzione tuttavia a questa impostazione, in quanto potrebbe indurre ad alcuni discutibili orientamenti, per altro molto diffusi, secondo cui:

- il costo del capitale sarebbe una misura *oggettiva* (in quanto si tratta di un dato di mercato), al contrario dei flussi di cassa attesi, i quali sono, come ogni stima, esposti a un elevato grado di soggettività;
- il costo del capitale sarebbe *indipendente* rispetto alle previsioni di risultato caratteristiche strutturali dell'impresa (settore di attività, dimensione, rapporto di indebitamento, Paese ecc.).

Questi orientamenti si basano su situazioni verificate solo in un contesto astratto di certezza. In questo caso il costo-opportunità del capitale è un dato di mercato *oggettivo* e *indipendente* rispetto alla qualità delle previsioni dei flussi. Ma in tutti gli altri casi il premio per il rischio è, invece, frutto di una stima *soggettiva* che non può prescindere dalla *qualità* delle previsioni di flusso e dalla natura del rischio che grava sui flussi attesi.

In estrema sintesi, quindi, possiamo affermare che la scelta del tasso di attualizzazione costituisce nella pratica professionale l'ambito di maggiore discrezionalità del valutatore e che tale scelta, per essere affidabile, deve essere coerente con l'analisi fondamentale a supporto del processo valutativo, cioè con la qualità di flussi di cassa da attualizzare. Più precisa-

mente la scelta del tasso di attualizzazione dovrebbe costituire l'ultimo *step* dell'analisi fondamentale in grado di rispettare il principio della coerenza tra flussi attesi e costo opportunità del capitale.

In sintesi, si riportano i principi da seguire nella determinazione dei tassi di attualizzazione:

- razionalità;
- coerenza;
- affidabilità;
- verificabilità;

### Razionalità

Il processo di attualizzazione di flussi di cassa rischiosi è razionale quando rispetta il principio dell'avversione al rischio. Ciò avviene solo quando si tiene adeguatamente in conto il diverso profilo di qualità dei flussi prospettici di ricavo e di costo.

### Coerenza

La scelta del tasso di attualizzazione è coerente con l'analisi fondamentale quando evita la duplicazione dei premi per il rischio. Flussi di risultato di qualità differente devono di necessità tradursi in valori (attuali) differenti. Per ottenere questo risultato vi sono due possibili soluzioni. Da un lato si possono correggere i flussi di cassa da scontare, dall'altro si può adeguare il saggio di attualizzazione. Così, se si opta per la prima soluzione, maggiore è l'incertezza, minori saranno i flussi da attualizzare; se si opta invece per la seconda soluzione, i flussi rimangono gli stessi, ma maggiore sarà il tasso di attualizzazione.

### Affidabilità

La scelta del tasso di attualizzazione è affidabile quando è ridotto al minimo lo spazio di discrezionalità del valutatore nella scelta del tasso. In linea di principio, l'analisi fondamentale dovrebbe evitare di scaricare sul tasso di attualizzazione eccessivi premi per il rischio effettuando tutte le rettifiche possibili ai flussi di risultato da attualizzare. Ciò per tre ordini di motivi:

pianificazione, finanza e controllo

*f*

- se il costo opportunità del capitale è troppo elevato, significa che i flussi da attualizzare sono poco attendibili;
- il costo opportunità del capitale è funzione del rischio associabile all'investimento. Il rischio per l'investitore non è il rischio associato ai flussi di risultato, ma il rischio associato al rendimento dell'investimento. Ciò permette di comprendere perché il costo del capitale ricavato dai prezzi correnti di mercato finanziario possa essere una misura distorta del tasso di attualizzazione da utilizzare quando i prezzi stessi sono distanti dai valori equi di capitale economico;
- la valutazione di impresa richiede un'attualizzazione multi periodale.

### Verificabilità

La scelta del tasso di attualizzazione è verificabile quando sono chiarite ed esplicitate le scelte compiute dal valutatore per rispettare il principio della sostitutività e il principio della coerenza fra flussi e tassi di attualizzazione.

### Conclusioni

In conclusione quindi, sono soprattutto i tassi di attualizzazione che devono recepire in misura

maggiore le attuali condizioni dei mercati: in una fase difficile di mercato come quella attuale è normale che gli investitori richiedano un tasso di ritorno sugli investimenti più elevato rispetto a situazioni di mercato stabili. Tale situazione si ripercuote in un valore stimato minore dell'impresa oggetto di valutazione.

Ma se il differenziale esistente tra i valori fondamentali delle imprese e l'andamento delle capitalizzazioni di Borsa delle società è in parte spiegabile in base al criterio di valutazione *discounted cash flow*, ancora più difficile è trovare una spiegazione tecnica attraverso l'applicazione della metodologia dei multipli di Borsa. In effetti tale criterio porta all'individuazione del "prezzo probabile" dell'impresa sulla base del valore corrente di società comparabili, rapportato a determinate grandezze standard prestabilite.

La riflessione che ne emerge è che una flessione, pronunciata e persistente come quella attuale, del mercato determina, sulla scorta di quanto detto in merito a tale metodologia, quasi una reazione a catena autoalimentante di diminuzione del valore relativo delle aziende oggetto di analisi. Quindi una riduzione di valore di un insieme di società, in situazioni di mercato negative, porta all'adeguamento verso il basso delle altre società in una spirale negativa che poco può avere a che fare con fondamentali solidi delle società.