

La scelta del tasso di capitalizzazione: un esempio

Il metodo reddituale

Il *metodo reddituale* determina il valore economico di un'azienda in relazione alla sua autonoma capacità di generare reddito. La formula che descrive il criterio valutativo reddituale applicato in questa sede è quella della rendita perpetua, espressa dal seguente algoritmo:

$$W = R / i$$

dove (W) è il valore economico dell'entità oggetto di stima, (R) è il reddito medio–normale atteso al netto delle imposte ed (i) è il **tasso di capitalizzazione**.

La corretta stima del reddito medio–normale da utilizzare nell'algoritmo valutativo prescelto postula la necessità di pervenire alla previsione di un flusso di reddito prospettico espressivo del risultato conseguibile e mantenibile in condizioni operative normali.

Il tasso di capitalizzazione adottato in sede di applicazione del criterio reddituale esprime il rendimento atteso del capitale, tenuto conto del livello di rischio al quale il medesimo è esposto.

Il tasso di capitalizzazione

Ferma restando l'affermata impossibilità di disporre di significativi riferimenti di mercato desunti dall'osservazione di aziende quotate comparabili con la società Alfa, la determinazione del tasso di capitalizzazione ha necessariamente dovuto fondarsi su un approccio misto quali–quantitativo. In particolare, il valutatore ha ritenuto di adottare il cosiddetto *build-up approach*, che stima la misura del tasso di capitalizzazione del reddito medio normale atteso netto scomponendone il contenuto in separati addendi e procedendo quindi alla stima di ciascuno di essi secondo un approccio, appunto, quali–quantitativo.

L'algoritmo di calcolo può essere sintetizzato come segue:

$$i = r + s' + s''$$

dove (i) è il costo del capitale proprio, (r) è il *risk free rate*, (s') è il cosiddetto *equity risk premium*, (s'') è un fattore correttivo di (s') destinato a considerare la rischiosità specifica dell'azienda esaminata rispetto ad una rischiosità media di mercato degli investimenti in capitale proprio.

Mentre nella determinazione degli addendi (r) e (s') – grandezze che non sono relative a condizioni specifiche del *business* e dell'azienda considerata – il valutatore ha potuto disporre di significativi riferimenti quantitativi desunti dai mercati finanziari, la stima di (s''), in assenza di elementi di mercato, ha comportato un apprezzamento più squisitamente qualitativo.

La componente “*risk-free*” è stata determinata sulla base dei rendimenti medi di mercato, alla data di riferimento della stima, dei titoli di stato a lungo termine. Tali rendimenti sono stati depurati della componente inflazione in essi incorporata e quantificata sulla base del *consensus* espresso dagli analisti finanziari con riguardo all'Italia.

L'*equity risk premium* relativo a investimenti in capitale proprio effettuati sul mercato nazionale è stato quantificato in base alle risultanze del *data base* di Bloomberg.

Si è così pervenuti alla quantificazione del saggio di rendimento per investimenti azionari effettuati in Italia. Tale saggio si compone come segue:

Risk free rate 3,38%

Inflazione 1,90%

Risk free rate reale (r) 1,48%

Premio rischio azionario Italia (s') 6,96%

Saggio per investimenti azionari Italia 8,44%

Resta a questo punto da correggere il premio generale di mercato per tenere conto sia della rischiosità del comparto economico qui considerato, sia della rischiosità specifica dell'azienda che viene esaminata (ove si ritenga che il rischio di questa si discosti da quello medio del comparto). Tali correttivi vengono di norma quantificati sulla base dei cosiddetti coefficienti “*beta*” calcolati per aziende comparabili quotate in borsa, coefficienti che – si è già ribadito – in questo caso non sono disponibili.

Di conseguenza, si è proceduto ad un apprezzamento sintetico e qualitativo dei vari fattori che possono determinare uno scostamento del premio per il rischio specifico del comparto economico e dell'azienda esaminata rispetto al dato medio della generalità dei titoli azionari italiani.

Per quanto la grandezza (s'') sconti in modo unitario un coacervo ampio di fattori, alcuni tra questi sono stati ritenuti dal valutatore particolarmente significativi.

In primo luogo, si è tenuto conto del fatto che, come si è detto, la stima del reddito medio normale della la società Alfa si è fondata principalmente su grandezze future che, in quanto tali, presentano rischiosità intrinsecamente maggiore rispetto a valori consuntivi.

Un secondo fattore considerato riguarda l'estensione del periodo temporale del piano accolto ai fini della presente stima. La considerazione in parola si propone come complemento della scelta valutativa in precedenza descritta con riguardo alla minore ponderazione dei redditi futuri più lontani nel tempo.

Una terza osservazione riguarda il fatto che le attese future scontano un costante *trend* di crescita (sia pure a saggi più ridotti nella seconda parte del piano), che porta il fatturato a

crescere del 55% rispetto al dato del 2004 ed il reddito netto (già comprensivo delle rettifiche di normalizzazione) a “moltiplicare” per 2,7 volte il risultato dello stesso 2004.

Da ultimo, vanno ricordati alcuni elementi di rischio legati a caratteristiche del *business* aziendale, e in particolare:

- la concentrazione delle vendite della società Alfa su pochi grandi clienti;
- le dimensioni relativamente ridotte dell'azienda;
- gli effetti poco prevedibili, su un orizzonte di tempo così esteso, delle dinamiche competitive innescate dalle azioni di paesi del *Far East* e di paesi emergenti.

Tutto ciò ha suggerito di integrare con l'addendo (s'') la misura del saggio di rischio stimato per gli investimenti azionari in Italia. Ad avviso del valutatore, tale integrazione è congruamente apprezzabile nella misura dell'1,5%.

In sintesi, dunque, il tasso **i** utilizzato ai fini della presente perizia viene complessivamente quantificato in misura pari al **9,94%**.