

Le ipotesi implicite nelle valutazioni d'azienda

di Massimo Buongiorno*

Il presente lavoro si propone di evidenziare le ipotesi implicite nei modelli di valutazione delle aziende che vengono normalmente utilizzate senza che il valutatore si ponga il problema di verificarne la coerenza con l'azienda da valutare.

Tali ipotesi sono assai rilevanti nei criteri valutativi fondati sulla attualizzazione dei flussi attesi, in particolare il cosiddetto metodo reddituale e il metodo misto patrimoniale reddituale.

Le maggiori criticità si riscontrano nella modellizzazione della crescita prevista dei flussi che molto spesso viene valutata a prescindere dalle effettive capacità di sostenere tale crescita da parte dell'azienda.

Nel presente lavoro si intende analizzare le conseguenze sulla valutazione dell'azienda delle ipotesi implicite e di come sia possibile intervenire ricostruendo un modello valutativo maggiormente espressivo del contesto aziendale di riferimento

Le premesse teoriche

Nella prassi valutativa normale dei professionisti i metodi più frequentemente utilizzati per stimare il valore del capitale economico sono il metodo reddituale e il metodo misto patrimoniale reddituale.

Entrambi i metodi si fondano sull'attualizzazione di flussi attesi. Nel primo caso (metodo reddituale) il valore è funzione unicamente del flusso di reddito atteso mentre nel secondo (metodo misto) il valore viene a dipendere dalla somma del valore corrente delle attività e passività patrimoniali e dell'avviamento determinato come valore attuale dei sovraredditi attesi.

È assai frequente che i metodi siano applicati secondo un approccio definito *equity side* ovvero volto a determinare il valore del capitale economico in via diretta attualizzando i flussi al netto della struttura finanziaria (ovvero considerando nei flussi i pagamenti per interessi e la variazione del debito finanziario netto). Nel presente lavoro verranno svolte considerazioni in merito a questo tipo di approccio, fermo restando che esse valgono, con le opportune rettifiche, anche per gli approcci di tipo *asset side* che stimano il valore del capitale economico in via indiretta passando attraverso il valore dell'impresa.

I modelli valutativi di questo tipo sono normalmente ritenuti i più corretti dal punto di vista teorico poiché mettono in relazione il valore dell'impresa con la capacità futura di creare ricchezza e non sui risultati storici o sulla semplice entità del patrimonio esistente dell'azienda che riflettono le performance passate e non future.

Emerge però un punto sul quale focalizzare l'attenzione. La teoria sostiene che il modello valutativo si deve fondare sui flussi di ricchezza ovvero di cassa e non di reddito. Questi ultimi potranno essere utilizzati solamente quando approssimino in misura sufficiente i flussi di cassa attesi altrimenti il modello fornisce indicazioni distorte e non condivisibili; sul punto si tornerà tra poco.

È diffusa la prassi valutativa di considerare un modello "in perpetuo" ovvero attualizzando un flusso costante per un periodo infinito nel tempo utilizzando la formula della rendita a rendimenti costanti o crescenti ipotizzando un tasso di crescita costante. Tale scelta trova applicazione sia nel modello reddituale sia nel metodo misto per il quale è considerata alternativa all'opzione di attualizzare i sovraredditi solamente per un periodo limitato di tempo (in media tra i 3 e i 7 anni).

Questi modelli sono sovente applicati in modo indistinto ipotizzando che si adattino bene a qualunque tipologia aziendale, considerazione ovviamente non vera.

La condizione di *steady state*

Consideriamo in prima battuta i modelli cosiddetti reddituali che nelle ipotesi definite in precedenza trovano formalizzazione nella seguente equazione:

* Docente di Finanza Aziendale, Università Bocconi, Milano e Università Cà Foscari Venezia

W = Reddito netto atteso/costo del capitale proprio

Il reddito netto atteso è il risultato di una normalizzazione dei risultati storici per escludere situazioni straordinarie e tiene conto delle previsioni di risultato, solitamente limitate al primo anno successivo.

Il costo del capitale proprio è espressivo del rendimento atteso dalla proprietà e viene stimato attraverso modelli rischio/rendimento, quali il Capm.

La formula riportata è quella di una rendita perpetua e equivale alla sommatoria del valore attuale di infiniti flussi costanti nel tempo e pari al reddito netto atteso.

Come anticipato sopra, il metodo reddituale non riflette l'effettiva erogazione di un flusso di ricchezza ma solamente il reddito potenzialmente distribuibile.

Perché il modello possa essere ritenuto accettabile a livello teorico è necessario ipotizzare che il reddito sia interamente distribuito come dividendo anno per anno. La proiezione all'infinito dei flussi fa sì che il valore nominale dei flussi riservati alla proprietà non cambi ma ai fini della determinazione del valore è importante che vi sia perfetta coincidenza temporale tra flussi di reddito e di cassa che possiamo considerare come la prima ipotesi implicita di questi modelli.

Si ipotizzi, a titolo esemplificativo, una azienda con un reddito netto atteso pari a €750.000 e con un rendimento atteso dal capitale proprio pari al 12%.

Applicando la formula riportata in precedenza si ottiene un valore pari a €6.250.

Poiché non è possibile definire a priori la durata della vita futura dell'azienda, la proiezione diviene necessaria e l'unica soluzione operativa di gestione è la formula della rendita perpetua. Tuttavia la soluzione matematica deve trovare un'adeguata spiegazione economica altrimenti rimane un esercizio puramente astratto.

La dottrina ha analizzato questo aspetto e ha riassunto le condizioni sotto le quali il modello può essere applicato nel termine di *steady state*.

Un'azienda in queste condizioni non è in grado di trarre ulteriore crescita nel reddito dagli "*asset in place*" ovvero dalle risorse in termini di capitale tangibile ed intangibile a disposizione dell'azienda.

Per meglio comprendere questa situazione si ipotizzi una società immobiliare il cui unico *asset* è costituito da un immobile interamente locato. Questa società non ha possibilità di incrementare il reddito ma solamente di mantenere il livello corrente, investendo opportunamente nella manutenzione dell'immobile stesso. Per incrementare il reddito è necessario investire in nuovi immobili.

Dall'esempio si coglie che le aziende in *steady state* appartengono a settori maturi con una sostanziale stabilità del capitale circolante e una equivalenza tra ammortamenti delle immobilizzazioni esistenti e investimenti di rinnovo, manutenzione e sostituzione. Per queste aziende le differenze tra flussi di cassa e flussi di reddito sono irrilevanti e quindi l'ipotesi di integrale distribuzione del reddito come dividendo è ragionevole.

Se invece l'azienda non si trova in condizioni di *steady state* perché sono ipotizzabili prospettive nel breve di crescita (o anche contrazione) del reddito il modello della rendita non può essere applicato da subito ma si dovrà ipotizzare un percorso verso lo *steady state* per il numero di anni necessari e per i quali i flussi di cassa dovranno essere stimati puntualmente. Per queste aziende infatti non vale l'ipotesi che i flussi di cassa e di reddito coincidano.

Un tipico caso di questo tipo è costituito dalla valutazione di un'azienda in corso di ristrutturazione⁵⁹ che arriverà allo *steady state* solamente nel caso di buona riuscita del *turnaround*. Prescindendo dal problema del rischio che non rileva ai fini del presente lavoro, è evidente che nella fase iniziale del risanamento i flussi negativi per perdite in progressiva riduzione e per gli investimenti necessari a far ripartire l'azienda saranno maggiori di quelli positivi. Se l'azienda venisse valutata come una *perpetuity*, a risanamento avvenuto si avrebbe una forte sopravvalutazione ma il risultato sarebbe analogo anche se si utilizzassero flussi di reddito in luogo dei flussi di cassa⁶⁰.

⁵⁹ Analoghe considerazioni valgono per le aziende appena costituite.

⁶⁰ Come noto, i flussi di cassa tengono conto dell'investimento quando si manifesta mentre i flussi di reddito tengono degli investimenti attraverso gli ammortamenti annuali ma è indubbio che la riduzione di ricchezza sia avvenuta al momento dell'investimento. Poiché la

In sintesi, il modello della rendita perpetua può essere utilizzato solamente nell'ipotesi di sostanziale maturità dell'azienda, di appartenenza ad un settore che non richiede investimenti rilevanti, di possibilità di distribuzione dell'intero reddito.

Sull'ultimo punto è importante chiarire che non è necessario che il reddito sia effettivamente distribuito ma solamente che non se ne ipotizzi il reinvestimento in attività operative in misura superiore all'ammortamento delle immobilizzazioni esistenti.

La condizione di *steady growth*



Da quanto precede, può nascere una domanda: e la crescita? Ovvero è ragionevole ipotizzare che un'azienda rimanga stabile nel tempo senza mai crescere?

Nell'ipotesi di *steady state* la crescita non è contemplata, ma può essere utilizzato uno scenario alternativo noto come *steady growth* che è compatibile con la crescita aziendale.

Tale scenario ipotizza che la crescita sia costante nel tempo e pari ad un tasso convenzionalmente noto come *g* (dall'iniziale della parola *growth*). La formula valutativa che si impiega è la seguente:

$$W = \text{Dividendo netto corrente} * (1 + \text{tasso } g) / (\text{costo del capitale proprio} - \text{tasso } g)$$

La formula da utilizzare è quella di una rendita perpetua a rendimenti crescenti al tasso *g* tuttavia non sarà sfuggito al lettore che il numeratore non prevede più il reddito ma il dividendo atteso.

In realtà anche la formula per lo *steady state* avrebbe più correttamente dovuto prevedere il dividendo in luogo del reddito ma essendo ipotizzati coincidenti, la differenza non è rilevante.

Tale ipotesi in *steady growth* non è più valida.

Poiché dagli *asset in place* non è più possibile trarre crescita, se l'azienda vuole crescere, l'unica alternativa possibile è realizzare investimenti di espansione oltre a quelli necessari per il rinnovo/mantenimento delle immobilizzazioni.

La sostenibilità di tali investimenti non può che venire dal reinvestimento dei redditi realizzati, poiché se anche fosse utilizzato debito, in assenza di autofinanziamento, nel lungo periodo, non potrebbe essere rimborsato⁶¹.

Ne deriva che l'ammontare degli investimenti che si potranno realizzare è la frazione del reddito netto che non viene distribuita come dividendo. Tale frazione è ovviamente una scelta della società o meglio dei soci che decideranno di quanto dividendo privarsi nel momento corrente per ottenere un beneficio in futuro.

Il punto ora diviene: quanto grande è il beneficio futuro? La risposta dipende dal rendimento del reinvestimento del reddito nell'azienda ovvero qual è il rendimento atteso dei progetti aziendali nei quali sono investiti i capitali.

Tale parametro è legato alla natura e tipologia dei settori ed alle caratteristiche dell'azienda e dovrà risultare da attente previsioni. Non è peraltro infrequente, soprattutto per le piccole aziende, che tali previsioni non esistano creando un notevole imbarazzo al valutatore.

In queste situazioni, assume rilevanza questa differenza. Se gli investimenti sono previsti nello stesso settore di appartenenza dell'azienda (ad esempio, il lancio di nuovi prodotti o l'ingresso in nuovi segmenti) è ragionevole ipotizzare che la redditività attesa sia pari a quella storica⁶². Se, invece, gli investimenti sono previsti in settori diversi si dovranno analizzare le *performance* di quegli specifici settore e su tali basi costruire le aspettative di rendimento.

distribuzione temporale dei flussi impatta sul valore attraverso il fattore di attualizzazione, il valore determinato attualizzando flussi di reddito è maggiore rispetto a quello determinato con i flussi di cassa.

⁶¹ Si rammenti che l'orizzonte di valutazione è indefinito.

⁶² Tale ipotesi è ovviamente un'approssimazione che ha senso solo se ipotizza che il settore di riferimento non avrà nel tempo significative discontinuità.

Si è quindi definita l'entità degli investimenti e il loro rendimento. Ne deriva che la crescita del reddito sarà funzione di entrambi i fattori, più l'azienda investe e più gli investimenti rendono, più crescerà. Quindi si può scrivere:

$$\text{Crescita del reddito netto} = \text{investimenti} * \text{rendimento atteso dagli investimenti (RE)}$$

ipotizzando che gli investimenti siano pari a: Reddito netto – dividendi distribuiti
e dato il tasso di ritenzione degli utili (TR) = Reddito netto non distribuito / Reddito netto
si ottiene che:

$$\text{tasso } g = \text{TR} * \text{RE}$$

Le formule presentate ci dicono che la crescita del reddito netto in valore assoluto dipende dagli investimenti realizzati e dal loro rendimento mentre la crescita in percentuale dipende da TR (incidenza dei redditi non distribuiti sul totale dei redditi) e dal rendimento atteso degli investimenti.

Possiamo ora tutti gli elementi per risolvere la formula valutativa nell'ipotesi di *steady state* che permettere di ottenere i valori riportati nella tabella seguenti in funzione di differenti assunzioni in termini di TR e RE.

	Senza crescita	Con crescita			Con decrescita
Reddito netto	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
TR (tasso di reinvestimento)	0%	20%	30%	40%	40%
RE	15%	15%	15%	15%	10%
Div	0,75	0,6	0,525	0,45	0,45
g	0%	3%	4,5%	6%	4%
COE	12%	12%	12%	12%	12%
Valore del capitale economico	6,25	6,67	7,00	7,50	5,63

La tabella precedente introduce alcune riflessioni interessanti.

Nella prima colonna a sinistra si riporta il valore nell'ipotesi di *steady state*, analizzata in precedenza. Le tre colonne successive si riferiscono a scenari di crescita ma con diversa intensità.

Il primo scenario ipotizza un TR del 20% e un RE del 15% che equivale ad un tasso g del 4,5%.

Rispetto all'ipotesi di *steady state*, qui abbiamo un reinvestimento dell'utile sicché il dividendo di partenza non può essere pari al reddito (0,75) bensì pari al reddito meno il reinvestimento previsto (pari a $0,15 = 0,75 * 20\%$) per un valore di 0,6 ($0,75 - 0,15$). Risolvendo la formula si ottiene un valore pari a circa 6,67 milioni, maggiore rispetto all'ipotesi *steady state*. La differenza tra i due risultati indica il valore attuale della crescita prevista.

Le due colonne successive mostrano che al crescere del reddito reinvestito cresce anche il valore.

Ne derivano implicazioni estremamente importanti dal punto di vista operativo:

- ➔ I modelli che ipotizzano la crescita devono calcolarla in relazione ai fondamentali cioè come prodotto di TR per RE e non come fattore endogeno poiché in tal caso l'azienda non sarebbe in *steady state* e si dovrebbe risolvere il modello stimando puntualmente i flussi per quanto necessario;
- ➔ La crescita ha un costo rappresentato dal mancato dividendo, non è possibile includere il beneficio nel tasso g, senza considerare la riduzione del numeratore. In caso contrario si commette un grave errore di sopravvalutazione.

La quinta ed ultima colonna riporta invece una situazione di decrescita. Essa si verifica ogni volta che il rendimento del reinvestimento del reddito è inferiore al costo atteso del capitale, ovvero al rendimento atteso dalla proprietà.

Per meglio comprendere questo punto si ipotizzi una situazione di *steady state* e che il Patrimonio netto di bilancio dell'azienda assunta ad esempio sia pari a 3 milioni. Noto il rendimento atteso dalla proprietà pari al 12%, si ottiene che l'azienda dovrebbe generare un reddito pari a $3 * 12\% = 0,36$ per soddisfare la proprietà. Le aziende che producono un reddito superiore creano valore perché rendono più di quanto ci si attenda da loro, al contrario le aziende che hanno un reddito inferiore, anche se positivo, distruggono valore. L'azienda che stiamo considerando produce un reddito pari a 0,75 e quindi è in grado di generare valore addizionale rispetto al Patrimonio netto di bilancio. Per determinarne la misura è sufficiente determinare la crescita di valore annua ed attualizzarla all'infinito:


$$\text{Crescita di valore annua} = \text{Reddito netto effettivo} - \text{Rendimento netto atteso (COE * PN)} = \\ = 0,75 - (12 * 3) = 0,39$$

$$\text{Valore attuale della crescita di valore annua} = 0,39 / 12\% = 3,25 \text{ milioni}$$

Ora per ottenere il valore del capitale economico è sufficiente sommare al valore attuale della crescita annua il valore di bilancio del Patrimonio netto pari a 3 milioni per ottenere 6,25 milioni.

Al lettore più attento non saranno sfuggiti due punti:

- ➔ Il valore determinato in questo modo è identico al valore determinato attualizzando l'intero flusso di reddito nell'ipotesi *steady state*;
- ➔ La formula valutativa impiegata è riconducibile al metodo misto con stima autonoma del *goodwill* nell'ipotesi che il sovrareddito pari a 0,39 sia producibile per un periodo di tempo indefinito⁶³.

 Ne deriva come regola generale che, sotto le ipotesi di *steady state*, il valore al quale si perviene utilizzando il metodo reddituale e il metodo misto è identico.

Ma tornando alla quinta colonna della tabella cosa avviene nell'ipotesi di *steady growth* quando il rendimento atteso degli investimenti è inferiore al costo del capitale proprio? Molto semplicemente che più l'azienda reinveste e più distrugge valore poiché RE è pari al 10% mentre la proprietà richiede il 12%.

Nell'esempio l'azienda reinveste il 40% del reddito ovvero $0,75 * 40\% = 0,3$ che dovrebbe rendere il 12% all'anno ovvero 0,036 ma questi investimenti rendono solamente 0,03 ($0,3 * 10\%$) comportando una distruzione annua di valore per 0,006. Al contrario nell'esempio della quarta colonna si ha una creazione di valore all'anno per 0,09⁶⁴.

Conclusioni

La scelta di un modello non può avvenire senza il ricorso ad ipotesi semplificatrici, è importante però che il valutatore sia consapevole delle ipotesi che adotta e del loro significato. Ciò è necessario per considerarne l'applicabilità alla situazione specifica e in considerazione delle ipotesi implicite contenute nei modelli con particolare riferimento alla crescita.

Ne deriva un grave errore che spesso compromette l'intero impianto valutativo: la crescita prevista non è legata ad alcun fondamentale e non prevede gli investimenti necessari a realizzarla. È una scelta discrezionale e soggettiva del valutatore che difficilmente porterà ad un risultato condivisibile.

Ne deriva anche un falso mito ovvero che il metodo misto sia meno soggetto alle stime e alle ipotesi del valutatore del metodo reddituale. Poiché l'avviamento dipende dalle stesse previsioni che sottostanno al reddito, i due metodi, a parità di costo del capitale, devono fornire risultati convergenti.

Il metodo misto sarebbe da preferire, per maggiore semplicità di calcolo, solamente ove il valutatore ritenesse che il sovrareddito sia producibile per un limitato numero di anni e che successivamente il reddito effettivo si allinei a quello atteso.

⁶³ Le ipotesi applicative del metodo misto che nella scelta dei tassi si discostano dal rendimento atteso del capitale proprio, seguendo la dottrina ormai prevalente, non sono considerate accettabili.

⁶⁴ Si lascia al lettore la dimostrazione dell'uguaglianza tra metodo reddituale e metodo misto anche nell'ipotesi di *steady growth*.