

Il valore non si misura solo per il dividendo atteso di cassa: ecco le possibili valutazioni miste

DS6901

DS6901

Capitale netto con stime locali

I modelli internazionali si adattano alle specificità italiane

La cultura italiana della valutazione non rinnega i modelli internazionali, ma li adatta al tessuto imprenditoriale. Il valore non è mai un numero assoluto, ma il risultato di un confronto

Pagina a cura

DI RAFFAELE MARCELLO

I modelli di valutazione come il Dividend discount model (Ddm), i modelli multi-fase sui flussi di cassa (F_{cfe}/F_{cff}) e varianti con buyback rappresentano lo standard internazionale per stimare il valore del capitale netto di un'azienda. Tuttavia, nel contesto italiano esistono prassi consolidate, riferimenti normativi e linee guida professionali che integrano o talvolta si discostano da questi approcci.

I principali modelli di Damodaran per la valutazione del capitale netto. Damodaran, tra i massimi esperti mondiali di valutazione aziendale, propone diverse tecniche per stimare il valore del capitale netto, fondate sull'attualizzazione dei benefici attesi per l'azionista. Tra i principali modelli spiccano:

- Dividend discount model (Ddm), che valuta il capitale netto attualizzando i dividendi futuri. Include versioni a crescita costante (modello di Gordon) e a più fasi (due o tre stadi di crescita). Questi modelli presuppongono politiche di dividendo stabili nel lungo termine.

- Free cash flow to equity (Fcf_e), che stima il valore per l'azionista attualizzando i flussi di cassa disponibili agli azionisti (dopo investimenti e debito). Dal punto di vista tecnico, il Fcf_e si ottiene come differenza tra utile netto, investimenti netti, variazione del capitale circolante netto e flussi finanziari da e verso il debito. L'assunto centrale è che i flussi generati siano disponibili per l'azionista, indipendentemente dalla loro effettiva distribuzione. La stima del tasso di crescita futuro del Fcf_e è analoga a quella dei dividendi, ma deve basarsi su un Roe

“depurato” dagli asset liquidi e su un tasso di reinvestimento effettivo. Utile per aziende che non distribuiscono utili regolari, purché si fondi su piani finanziari affidabili.

Per realtà più dinamiche, che attraversano fasi di crescita e assestamento, occorre adottare modelli più flessibili. Il Ddm a due fasi distingue un primo periodo di crescita elevata, in cui dividendi e utili aumentano significativamente, e una seconda fase di stabilità con tassi più contenuti. Questo consente di valorizzare le potenzialità di breve e medio termine, senza forzare la coerenza con una crescita perpetua poco realistica.

Il modello H, invece, introduce una transizione più graduale, con crescita decrescente. Tale approccio si rivela utile nei casi in cui si prevede che la crescita non si arresti bruscamente, ma tenda progressivamente a convergere verso un tasso più contenuto, tipicamente allineato alla crescita di lungo periodo del sistema economico. Il Ddm a tre fasi, infine, è adatto per società che attraversano una fase iniziale di espansione, seguita da un periodo di transizione e infine da uno stadio maturo.

Questi modelli richiedono stime puntuali su Roe, payout ratio (indice di distribuzione dei dividendi), tasso di reinvestimento e costo del capitale. Il valore terminale assume un ruolo centrale, così come la coerenza delle ipotesi di fondo. Le imprese con business ciclici, vantaggi competitivi temporanei o forti investimenti iniziali traggono grande beneficio dall'applicazione di questi modelli evoluti. Questi strumenti, se ben applicati, consentono una valutazio-

ne quantitativa e prospettica del patrimonio netto basata sulla capacità dell'azienda di generare flussi e remunerare il capitale di rischio. Tuttavia, tali modelli si adottano in un contesto (quello statunitense e anglosassone) in cui molte imprese sono quotate e dispongono di dati di mercato abbondanti (beta, premi per il rischio, multipli di settore, politiche di payout chiare).

Cosa si valuta davvero: patrimonio netto o capitale economico? La valutazione del capitale netto si concentra sulla determinazione del valore dell'impresa che spetta agli azionisti, escludendo quindi le componenti connesse al capitale di debito. È una stima che, nei modelli di Damodaran, poggia sui flussi di cassa disponibili per gli azionisti, attualizzati al costo del capitale proprio. Tuttavia, questa impostazione presenta due limiti fondamentali nel nostro contesto: la difficoltà di determinare con precisione tali flussi in imprese non quotate e la sottovalutazione del ruolo che il patrimonio netto contabile (rettificato) ancora svolge nella prassi italiana.

Non a caso, nella prassi italiana è ancora molto diffusa la distinzione tra valore patrimoniale e valore economico del capitale, dove il primo rappresenta la base oggettiva derivante dalla situazione contabile (rettificata) e il secondo rappresenta il potenziale di creazione di valore futuro, spesso espresso attraverso redditi attesi o flussi finanziari. La combinazione di questi due approcci, attraverso metodi misti, consente di rappresentare in modo più completo la realtà aziendale, evitando eccessi di ottimismo o prudenza.

Gli approcci valutativi nella cultura aziendalistica



italiana. In Italia, dunque, si sono affermati approcci valutativi, codificati dalla dottrina aziendalistica, specie per imprese non quotate e in assenza di business plan affidabili. Tra questi, i metodi patrimoniali si fondano sulla rivalutazione di attivi e passivi a valori correnti per stimare il patrimonio netto rettificato. Sono strumenti utili per imprese immobiliari, holding o in liquidazione, ma raramente bastano per rappresentare il valore di continuità. Offrono però una base minima, un "pavimento" sotto il quale il valore difficilmente può scendere.

Più centrati sulla performance, i metodi reddituali capitalizzano un reddito medio sostenibile, spesso l'utile netto normalizzato, a un tasso che riflette il ri-

schio dell'investimento. Questo approccio, simile al Ddm di Gordon ma applicato agli utili piuttosto che ai dividendi, è molto diffuso in Italia per la sua semplicità, specie nel mondo delle Pmi dove mancano piani industriali dettagliati.

La prassi italiana ha poi sviluppato i metodi misti, che sommano al patrimonio netto rettificato un avviamento calcolato capitalizzando i sovra-profitti futuri. Si tratta di un compromesso tra solidità patrimoniale e capacità reddituale, molto apprezzato dai professionisti per la sua capacità di cogliere il valore complessivo dell'impresa.

Con la progressiva adozione dei modelli di Discounted cash flow (Dcf), anche l'approccio finanziario è entrato stabilmente nella cassetta degli attrezzi dei valutatori italiani. L'unlevered Dcf (Fcff/Wacc) è lo standard nelle operazioni complesse, mentre la versione levered (Fc-

fe) è più affine a una prospettiva orientata all'azionista. Tuttavia, in Italia il Dcf raramente è utilizzato da solo: la prassi è quella di affiancarlo a metodi di controllo, patrimoniali, reddituali o a multipli, per verificarne la ragionevolezza.

Infine, anche i metodi comparativi, basati su multipli di mercato o di operazioni comparabili, sono largamente impiegati. La difficoltà principale, specie per le Pmi, è trovare società simili o dati affidabili. Per questo motivo, l'approccio italiano tende a bilanciare il riferimento al mercato con l'analisi dei fondamentali, mantenendo sempre una certa prudenza. La cultura nazionale della valutazione non rinnega i modelli internazionali, ma li adatta alle specificità del nostro tessuto imprenditoriale. Il valore non è mai un numero assoluto, ma il risultato di un confronto tra prospettive.

—© Riproduzione riservata—■

Confronto tra i modelli di valutazione del capitale netto

Modello	Descrizione sintetica	Contesto di utilizzo	Modello	Descrizione sintetica	Contesto di utilizzo
Dividend discount model (Ddm)	Attualizza i dividendi futuri. Presuppone payout stabile e crescita costante	Società mature, con politiche di dividendo regolari	Metodo patrimoniale	Basato sulla rivalutazione contabile di attivi/passivi. Usato per holding e immobiliari	Base minima di valore, utile in liquidazione o per aziende asset-intensive
Ddm multi-fase (2 o 3 stadi, modello H)	Consente di modellare diverse fasi di crescita aziendale (iniziale, transizione, stabilità)	Imprese in crescita non lineare, con transizioni previste	Metodo reddituale	Capitalizza un utile normalizzato a un tasso coerente con il rischio. Diffuso tra le Pmi	Quando non vi sono piani previsionali dettagliati, metodo semplice e diretto
Free Cash Flow to Equity (Fcf_e)	Attualizza i flussi di cassa disponibili per gli azionisti, al netto di investimenti e debito	Aziende senza dividendi ma con capacità di generare valore per l'azionista	Metodo misto	Combina patrimonio netto rettificato e avviamento da sovra-profitti	Approccio completo, adatto in contesti professionali e valutazioni complesse
Discounted cash flow unlevered (Fcff/Wacc)	Stima il valore del firm sulla base dei flussi operativi, scontati al Wacc	Operazioni straordinarie, valutazioni complete in continuità aziendale	Metodo comparativo (Multipli)	Stima il valore usando multipli di società comparabili o transazioni simili	Usato per confronto con mercato, integrato con altri modelli in Italia