

I SISTEMI DI VALUTAZIONE DEGLI INVESTIMENTI

I CRITERI DI ANALISI TECNICO-FINANZIARIA.

Parte I – Le componenti base

Alessio Di Angelantonio

PREMESSA.

Che cos'è un investimento? Tante, troppe volte, all'interno delle imprese non si ha esatta concezione di questo fenomeno economico, e tale mancanza ha spesso portato a risultati fallimentari per le stesse.

Un investimento, nell'accezione finanziaria del termine, è costituito da una serie di flussi di cassa in uscita, in una a più fasi (la cosiddetta *fase di impianto* dell'investimento stesso), che genereranno nuovi flussi di cassa in entrata (*fase di esercizio*). Ricordare bene: flussi di cassa, e periodi di manifestazione degli stessi.

Perché effettuare un'analisi degli investimenti? Nel corso della vita di un'azienda, spesso essa è costretta a realizzare spese che incidono sulla sua situazione finanziaria e patrimoniale, con ovvi riflessi sulla sua posizione economica. Alcune di esse, però, non sono discrezionali (sicurezza sul lavoro, sicurezza ambientale, ecc.), pertanto non hanno una finalità economica, ma una finalità di adeguamento ad una norma, oppure alla ripresa della produzione.

Vi sono però delle spese che, in considerazione della natura e della loro finalità, necessitano di un'approfondita indagine per verificare la loro capacità di creare ricchezza per l'impresa. Infatti, vi sono investimenti che impattano, a livello di *corporate, business unit*, ecc, sul fatturato e sulla dimensione aziendale senza però creare valore aggiunto per i portatori di interesse.

Ci si chiederà il perché di questa affermazione. Immaginate di avere delle disponibilità finanziarie, e di voler investire dette risorse, per es., sul mercato dei capitali per accrescere il valore delle stesse. Andate dal promotore finanziario per avere informazioni sulle tendenze e sulle possibili remunerazioni dei vari titoli presenti sul mercato stesso, e questi vi propone due titoli: il titolo A, ha un rendimento del 5% e presenta un profilo di rischio di x , il titolo B ha anch'esso un rendimento del 5%, ma ha un profilo di rischio di $2x$. Quale si sceglierà? Indubbiamente, mi si risponderà, a parità di rendimento, si deve preferire quello con il rischio più basso. Per investire nel titolo con il profilo di rischio più alto, il suo rendimento dovrebbe essere sicuramente maggiore, ed adeguato al rischio che si assume.

In sintesi, quindi: ogni investimento di capitale ha un livello atteso di remunerazione (*burdle rate*); se tale livello di remunerazione non viene perlomeno eguagliato, l'investimento non risulterà per noi conveniente, ma addirittura potrebbe costarci la perdita di danaro. Perciò, anche in ambito aziendale, è necessario valutare gli investimenti discrezionali.

1. LA VALUTAZIONE FINANZIARIA DEGLI INVESTIMENTI – LE COMPONENTI BASE.

Il processo di valutazione degli investimenti può avvenire sia in fase di pianificazione strategica, che per l'analisi di singole azioni di investimento; esso comprende quattro fasi specifiche per la sua implementazione:

- l'analisi strategica;
- l'analisi dell'ambiente di mercato e competitivo;
- l'analisi tecnica ed organizzativa;
- l'analisi economico-finanziaria.

Sulle prime tre fasi verranno sviluppate una serie di riflessioni nella terza parte di questo intervento: qui ci soffermeremo sui criteri finanziari di analisi, avendo bene a mente che la valutazione finanziaria non può mai essere da sola un criterio autonomo di selezione degli investimenti, ma è uno strumento di *decision support*.

Le tecniche di valutazione finanziaria di investimenti, si fondano su diverse dimensioni di analisi, rappresentate dai flussi di cassa incrementali, dal rendimento atteso dall'investimento, dal profilo di rischio dello stesso.

1.1 I FLUSSI DI CASSA.

Per effettuare un'attendibile analisi finanziaria, è necessario prendere in considerazione i flussi di cassa¹, e non i flussi meramente economici, che presentino queste caratteristiche:

- devono essere incrementali, ovvero generati direttamente dall'investimento stesso (il cosiddetto principio *with/without principle* afferma che bisogna considerare la differenza tra i flussi di cassa aziendali con e senza investimento);
- devono essere monetari (*Cash is King*)

¹ Per il calcolo dei flussi, è necessario impostare un worksheet che contempli variazioni grezze, movimenti integrali, variazioni non finanziarie e variazioni finanziarie, attraverso la comparazione di bilanci. Tale procedura è facilmente realizzabile con Excel®.

- si devono considerare sia i flussi aggiuntivi, sia quelli che vengono a mancare (es. eventuali risparmi prodotti dall'investimento, e non bisogna considerare i *sunk cost*, perché questi flussi sono già stati sostenuti in passato);
- devono essere netti della gestione fiscale;
- devono essere al lordo della gestione finanziaria.

Un esempio sintetico:

Margine operativo lordo (EBITDA)	
- Ammortamenti e accantonamenti	
= Reddito operativo (EBIT)	
- Imposte sul reddito operativo	
= NOPAT	
+ Ammortamenti e accantonamenti	
- Investimenti operativi	
+ Disinvestimenti operativi	
+/- Variazioni del capitale circolante operativo	
+/- Variazioni del fondo TFR	
= FREE CASH FLOW TO THE FIRM	

Il Nopat può essere calcolato direttamente attraverso la seguente

$$\text{➤ } \text{EBIT} \cdot (1 - T_m)$$

dove T_m rappresenta l'aliquota di imposta marginale dell'impresa; i FCF dovrebbero essere calcolati almeno trimestralmente.

In questa sede non affronteremo il problema degli effetti della *cross fertilization* e della *cannibalizzazione*.

Il problema fondamentale nella stima dei flussi di cassa, consiste nell'identificare i parametri della creazione del valore (*Value drivers*). È utile far riferimento alla seguente:

$$\text{➤ } \text{FCF}_t = [V_{t-1} \cdot (1 + g_v)_t \cdot (1 - cv_t - so_t) - A_t - A_{\text{cct}}] \cdot (1 - T_m) + (A_t + A_{\text{cct}}) - (I_t^1 + C_t^1)$$

Dove

- V_{t-1} rappresenta il volume di vendite dell'anno $t-1$

- gv_t è il tasso previsto di crescita delle vendite
- cv_t è l'incidenza del costo del venduto sui ricavi
- so_t è l'incidenza delle altre spese operative sui ricavi di vendita
- A_t e A_{cct} sono gli ammortamenti e gli accantonamenti relativi all'anno t
- T_m è l'aliquota marginale d'imposta
- I_t^1 e C_t^1 sono il flusso netto di investimenti operativi e l'incremento del circolante operativo all'anno t .

Effettuando un'ulteriore operazione di scomposizione delle precedenti, emergono i seguenti value drivers:

- Tasso di crescita delle vendite
- Incidenza del costo del venduto
- Incidenza delle altre spese operative
- Ammortamenti ed accantonamenti
- Aliquota marginale d'imposta
- Periodo medio di credito ai clienti
- Periodo medio di pagamento ai fornitori
- Rotazione delle scorte
- Flusso netto per gli investimenti operativi

che, attraverso un idoneo processo previsionale², dovranno essere valutati in funzione dell'obiettivo di creazione del valore.

1.2 I FLUSSI DI CASSA E IL CICLO DI VITA DELL'INVESTIMENTO.

L'orizzonte temporale di riferimento per la stima dei flussi dipende, essenzialmente, dalla possibilità di valutare in maniera attendibile gli stessi lungo il ciclo di vita dell'investimento stesso. L'approccio offerto dalla teoria, suggerisce di individuare un orizzonte temporale di riferimento pari all'intervallo di

² Un processo previsionale dovrebbe prevedere un'analisi storica dei risultati, un'analisi strategica, una formulazione per scenari previsionali, la definizione dell'orizzonte temporale di previsione. Cfr Copeland, Koller, Murrin, *Valuation, Measuring and Managing the value of a Company*, Il Sole 24 Ore.

tempo in cui il tasso di rendimento del capitale investito eccede il costo medio ponderato del capitale (WACC).

La stima del *Competitive Advantage Period* (CAP) è particolarmente gravosa ed incerta se si presuppone che la vita utile dell'investimento possa essere molto lunga (pensate alla valutazione di un investimento che ha ad oggetto la creazione di una nuova SBU aziendale); a livello internazionale, si è stabilita la prassi di utilizzare tempi ragionevolmente brevi per la valutazione³.

Pertanto è importante scegliere un periodo di riferimento per una stima puntuale dei flussi di cassa, ed individuare un valore terminale che sia espressivo dei flussi di cassa per gli anni successivi; un approccio coerente col modello proposto, prevede che, a partire dalla fine del periodo di previsione esplicita, si utilizzino FCF che crescano ad un tasso costante che rifletta la capacità di creazione di valore dell'investimento.

Il cosiddetto valore residuo (*Terminal Value*) è rappresentativo dei flussi attesi futuri; esso costituisce la parte più importante del complessivo valore dell'investimento⁴.

1.3 LA STIMA DELLA SOGLIA MINIMA DI RENDIMENTO (*HURDLE RATE*).

Abbiamo stabilito che un investimento crea valore per gli *stakeholder* aziendali quando genera rendimenti sul capitale investito superiori al costo del capitale stesso. Il costo del capitale, infatti, rappresenta il rendimento minimo che i portatori di capitale interni ed esterni (è molto importante quest'ultimo passo nell'ottica Basilea 2) si aspettano dal finanziamento di un investimento, SBU o impresa alternativa, caratterizzati da un comparabile profilo di rischio (costo opportunità relativo ancorato a rendimenti attesi).

Fare un'attendibile stima del *cost of capital* comporta, quindi, la quantificazione del livello di rendimento marginale che può essere ritenuto adeguato relativamente ad un aumento del grado di rischio per il finanziatore legato ad un investimento (ricordiamoci dell'esempio fatto all'inizio di questo intervento). Quanto maggiore è il rischio dell'investimento, tanto maggiore sarà il costo del capitale investito, e tanto maggiore, quindi, dovrà essere il rendimento offerto dall'investimento stesso.

Le componenti di base del costo del capitale sono rappresentate da:

- Costo del capitale per il rischio di business: è la remunerazione che i finanziatori del progetto richiedono per il grado di rischio operativo (variabilità dell'EBIT al variare dei ricavi);

³ Da quattro a sette anni, in genere.

⁴ Generalmente viene utilizzata la formula corrispondente al rapporto fra il flusso di cassa al termine del periodo di previsione esplicita ed il WACC corretto per un tasso che rifletta la supposta crescita costante del valore creato dall'investimento (il tasso g , almeno pari al saggio di inflazione previsto).

- Costo del debito: è la remunerazione da assicurare agli apportatori di capitale a titolo di credito; contempla il rischio dell'insolubilità degli oneri finanziari e delle quote capitale dei prestiti;
- Costo del capitale proprio: si tratta della remunerazione per il rischio operativo maggiorato di un premio per il rischio finanziario.

Le metodologie finanziarie per la valutazione degli investimenti calcolano la remunerazione media che l'investimento deve garantire ai suoi finanziatori considerati complessivamente.

Il saggio di remunerazione può essere ottenuto attraverso la formula del costo medio ponderato del capitale (WACC). Per stimare il costo del capitale proprio esistono diversi modelli di calcolo: il modello rischio – rendimento (CAPM, che affronteremo in questa sede), il modello di crescita dei dividendi, il modello APT (*Arbitrage Pricing Theory*).

1.4 CAPITAL ASSET PRICING MODEL (CAPM).

Secondo questo modello, (molto utilizzato nella prassi), il costo del capitale proprio coincide con il rendimento minimo richiesto dal mercato per investire fondi propri; esso è così strutturato:

- Rendimento atteso (costo del capitale proprio o *cost of equity*⁵): rendimento di attività prive di rischio + β (coefficiente di rischio sistemico) x Market Risk Premium (premio per il rischio).

Quale saggio espressivo del **rendimento delle attività prive di rischio**, si utilizza comunemente il rendimento dei titoli di Stato a media scadenza (es. i BTP a 10 – 15 anni), ma vi sono anche esempi di utilizzo di saggi relativi a titoli a lunga scadenza.

L'indice β , misura sinteticamente il grado di rischio che l'investitore è disposto a sopportare investendo in un determinato progetto (sia esso singolo investimento o direttamente in un'impresa). Il β viene utilizzato in analisi tecnica per esprimere, attraverso tecniche statistiche, la volatilità dei rendimenti di un titolo al variare dei rendimenti del mercato⁶, pertanto è un valido indicatore di rischiosità.

Il metodo standard per la valutazione del coefficiente in esame si basa sull'analisi di regressione dei rendimenti del titolo rispetto ai rendimenti medi realizzati dal portafoglio titoli del mercato; la lunghezza del periodo da esaminare deve essere congrua (generalmente da 2 a 5 anni), mentre l'ampiezza dell'intervallo temporale di analisi può essere giornaliera, mensile, ma anche annuale⁷.

⁵ $K_e = r_f + \beta * MRP$

⁶ $\beta = \sigma_{i,m} / \sigma_m^2$

⁷ In Excel® sono disponibili le funzioni di regressione REGR.LIN e REGR.LOG (per l'ipotesi di non linearità della regressione).

Determinanti del β :

- settore di business: il Beta sarà tanto più elevato, quanto più sarà sensibile l'attività di impresa alle condizioni di mercato (aziende con attività ciclica avranno, per es., un Beta più alto di aziende con attività procicliche);
- grado di leva operativa: un'azienda con un elevato livello di leva operativa (MDC/EBIT) avrà un Beta più elevato rispetto ad aziende con un grado basso di leva operativa (l'elevata presenza di costi fissi determina un aumento della varianza del reddito operativo);
- grado di leva finanziaria: aziende con un elevato grado di leva finanziaria (EBIT/NET EARNINGS), presenteranno un β di elevato valore, a causa della presenza di un indebitamento che genera un alto livello di costi fissi relativi agli oneri finanziari (essi aumentano la varianza dell'utile netto).

Per depurare il β dal fattore di rischio relativo alla leva finanziaria attuale, ed ottenerne uno espressivo del solo grado di rischio operativo, è necessario sottrarre allo stesso il fattore relativo alla struttura finanziaria attuale dell'azienda, attraverso la seguente:

$$\bullet \quad \beta_{\text{unlevered}} = \beta_{\text{levered}} / [1 + [(1 - T_m) * (D_a / E_a)]],$$

dove T_m è l'aliquota fiscale marginale dell'impresa, D_a è il valore di mercato dell'indebitamento attuale dell'impresa-progetto di investimento, e E_a è il valore di mercato dei mezzi propri dell'impresa-progetto di investimento.

In fase di elaborazione delle previsioni, si dovrà provvedere alla ricostruzione della struttura finanziaria dell'impresa-progetto come *proxy* della struttura finanziaria ottimale, per abbassare in questo modo il β^8 , e quindi il WACC, e provvedere a rideterminare il β_{levered} in oggetto attraverso la seguente:

$$\bullet \quad \beta_{\text{levered}} = \beta_{\text{unlevered}} * [1 + [(1 - T_m) * (D_t / E_t)]],$$

cioè con la struttura finanziaria nuova.

Per le aziende non quotate, una possibile metodologia per la stima del β è quello di riferirsi ai Beta delle aziende quotate, che presentino un profilo di rischiosità della leva operativa e di mercato comparabile con quello dell'azienda-progetto, per poi procedere come si è evidenziato sopra.

Il Market Risk Premium, esprime la remunerazione richiesta dall'investitore per investire nel portafoglio di mercato invece che in titoli privi di rischio $\Rightarrow$ esprime l'avversione al rischio del

⁸ Il valore di riferimento standard del β è fatto pari ad 1; valori superiori a questa soglia sono indice di aumento del grado di rischiosità del progetto di investimento-impresa, e viceversa.

risparmiatore. Esso è dato dalla differenza fra il rendimenti medi dei mercati azionari, ed i rendimenti medi dei titoli privi di rischio⁹ (es. titoli di Stato).

È fondato sull'analisi di dati storici campionati in un arco temporale molto vasto, per eliminare le distorsioni che potrebbero derivare da contingenze incorporate in particolari situazioni storiche del mercato; è influenzato direttamente dalla varianza dell'andamento macroeconomico del paese, dal rischio politico legato alle nazioni, dalla struttura del mercato di riferimento.

1.5 IL COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE

Alla luce di quanto è stato detto, il modello del costo medio ponderato del capitale (WACC), può essere così espresso:

$$\bullet \quad WACC = [K_e * E / (D + E)] + [K_d * (1 - T_m) * D / (D + E)],$$

dove $[K_d * (1 - T_m) * D / (D + E)]$ rappresenta il costo ponderato dell'indebitamento.

Il costo dell'indebitamento misura il livello di remunerazione che l'impresa deve riconoscere ai finanziatori a titolo di debito. È determinato dalle seguenti variabili:

- livello corrente dei tassi di interesse;
- rischio di insolvenza aziendale (si sente spesso oggi in tema di Basilea II);
- vantaggio fiscale del debito ($1 - T_m$, deriva dalla deducibilità fiscale degli interessi).

Il K_d può essere espresso come la somma fra un tasso *free risk* (generalmente si fa riferimento al rendimento dei BTP a 10 anni), ed uno spread calcolato come media ponderata fra gli spread che l'azienda paga per il suo debito a breve e m/l termine.

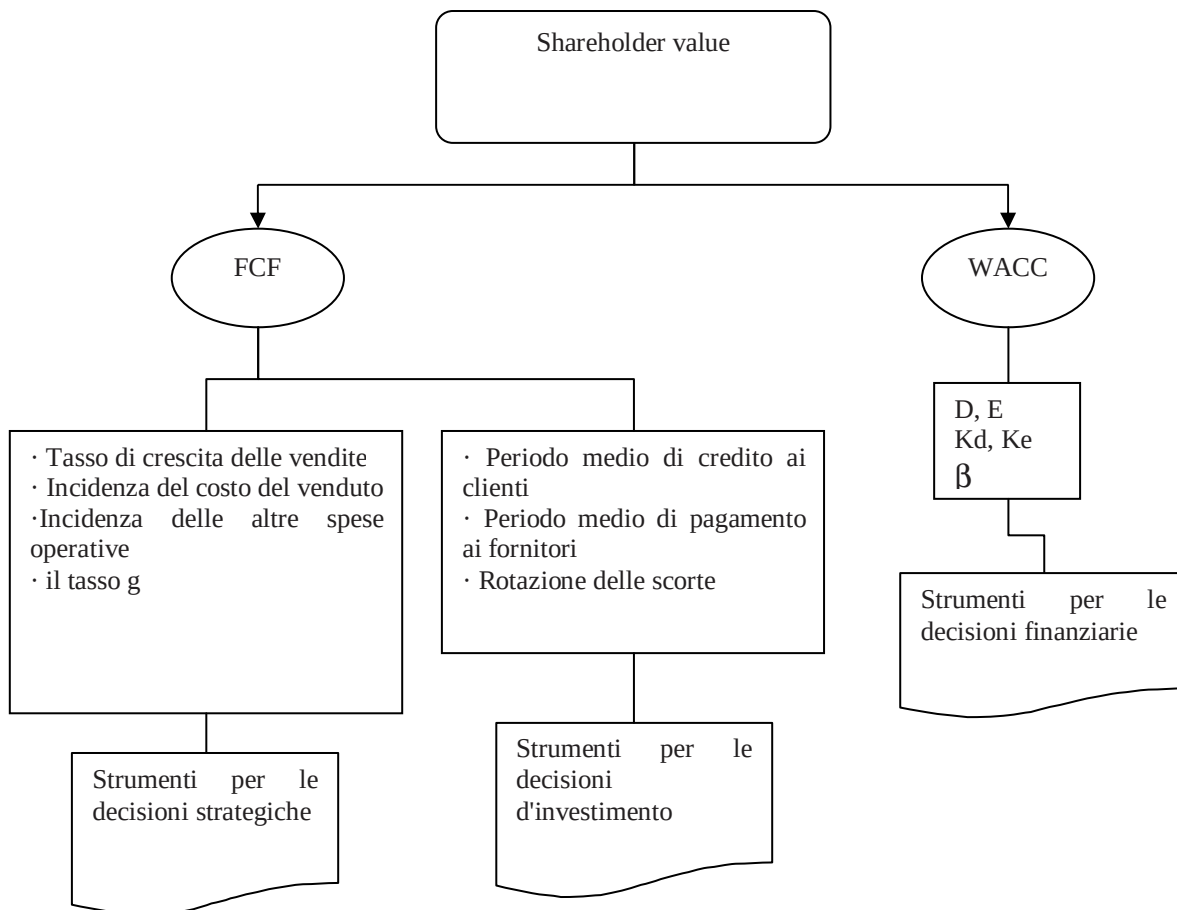
I valori D ed E dovrebbero essere calcolati a valore di mercato e non contabili; i valori contabili presentano, però, il vantaggio di una minore volatilità, e permetterebbero perciò stime più prudentiali.

Nella prassi, si è stabilita la consuetudine di utilizzare il valore contabile per il debito, ed il valore di mercato per l'equity (la cosiddetta capitalizzazione di borsa permette di rappresentare al meglio il valore reale dei fondi propri rispetto ai valori contabili, notoriamente prudentiali).

⁹ $MRP = (R_m - R_f)$

EVIDENZE EMPIRICHE.

I metodi finanziari che si fondano sull'utilizzo dei flussi di cassa e del WACC, permettono, come illustrato, di identificare una serie di leve (*value drivers*) che possono essere un efficace strumento di supporto alle decisioni del management aziendale, non solo per la valutazione del singolo investimento, ma anche per perseguire percorsi di accrescimento di valore dell'azienda; valga la seguente raffigurazione:



Fonti.

Brealey, Myers, Sandri, *Principi di Finanza Aziendale*, McGraw-Hill

Copeland, Koller, Murrin, *Il Valore dell'Impresa. Strategie di valutazione e gestione*. Il Sole 24 Ore Libri

Rappaport, *La Strategia del Valore. Le nuove regole della performance aziendale*. Franco Angeli Editore

Dallochio, *Finanza d'azienda: analisi e valutazioni per le decisioni d'impresa*. Egea