

Tecniche

I METODI DI VALUTAZIONE DELL'IMPRESA

Per private equity e Borsa conta il valore del capitale

Nelle stime si ricorre al metodo finanziario o ai multipli di mercato

PAGINA A CURA DI
Alessandro Germani

Le operazioni di private debt sono finalizzate ad apportare debito alle imprese e, pertanto, la negoziazione fra il fondo e l'impresa verterà sulle condizioni finanziarie da accordare, che dipendono dai parametri aziendali analizzati a pagina 8.

Differente è invece il contesto delle operazioni di private equity e delle quotazioni in Borsa, in quanto oggetto di valutazione è direttamente l'impresa - ovvero il suo equity value - per stabilire il valore d'ingresso del fondo in un caso o del mercato nell'altro. In siffatte circostanze gioca un ruolo fondamentale la valutazione dell'azienda e i metodi che la prassi di mercato prevede. Vediamo come ciò si articola. Prescindendo dai metodi tradizionali (patrimoniale, reddituale, misto con stima autonoma del goodwill) che trovano minor spazio in queste situazioni, si ricorre tendenzialmente al metodo finanziario (Dcf - discounted cash flow) e a quello dei multipli di mercato.

Vediamone caratteristiche tecniche ed applicazione. Il metodo finan-

ziario si basa sull'assunto di valutare l'azienda come fosse un'attività finanziaria e quindi in base ai flussi di cassa che la stessa è in grado di generare. Si tratta di una valutazione prospettica in quanto si prendono come riferimento i flussi di cassa futuri che l'azienda sarà in grado di produrre. Ciò implica la necessità di disporre di accurate previsioni finanziarie, che presuppongono due aspetti:

1 in primis la disponibilità di budget e piani pluriennali

2 quindi la costruzione dei flussi finanziari connessi a tali previsioni, che devono tener conto non solo della dinamica di tipo economico (ad esempio gli ammortamenti ed i costi non monetari che consentono di passare dall'utile al cash flow) ma anche di quella relativa alle variazioni di capitale fisso e circolante, del Tfr, dei versamenti (o rimborsi) del capitale, dell'accensione (o estinzione) dei finanziamenti.

IL METODO FINANZIARIO

La difficoltà sta nel fatto che le previsioni finanziarie possono essere attendibili con riguardo al primo anno, o volendo essere ottimistici ai primi tre, ma più ci si spinge avanti e meno le stesse risulteranno attendibili. Per questo motivo accanto alla definizione dei flussi di cassa puntuali, di solito su di un orizzonte temporale al più quinquennale, si viene a determinare il cosiddetto terminal value, ovvero la componente di valore dell'azienda al termine di previsione esplicita dei flussi di cassa. Anche qui si è in presenza di una notevole approssima-

zione, addirittura superiore a quella precedente relativa ai flussi di cassa futuri espliciti. Infatti nella valutazione secondo il Dcf la componente del terminal value rappresenta fino al 70% del valore complessivo dell'azienda. Di conseguenza, quindi, è subito evidente l'alea connessa a tale metodo. Il Dcf è il metodo di valutazione comunemente utilizzato dalle banche d'affari per l'individuazione del prezzo di borsa nell'ambito dei processi di quotazione, con quello dei

multipli utilizzato come metodo di controllo. Per le sue caratteristiche intrinseche è più facilmente utilizzabile in contesti di grandi aziende, che dispongono di sistemi di gestione e di pianificazione economico-finanziaria avanzati, mentre si addice meno all'universo delle Pmi che spesso non dispongono di tali strumenti.

I MULTIPLI DI MERCATO

Di contro il metodo dei multipli di mercato è tradizionalmente utilizza-

to dai fondi di private equity per la sua semplicità ed immediatezza. Che lo rendono familiare anche all'imprenditore, che ne riesce a percepire il meccanismo e a cogliere facilmente l'informazione che il metodo restituisce. Esso si basa, infatti, su un indicatore - l'Ebitda - che è ricavabile subito dal bilancio aziendale, trattandosi del saldo dell'area caratteristica al quale vanno aggiunti gli ammortamenti (nonché i leasing) e le svalutazioni operate. Stabilito questo parametro economico si tratta di andare poi a reperire il multiplo di tale Ebitda.

DAL MULTIPLO ALL'EQUITY VALUE

Questo dipende in primis dalle caratteristiche del settore in cui l'impresa opera. Infatti in settori a più elevato valore aggiunto, nei quali si raggiungono margini più interessanti, è facile imbattersi in multipli più elevati, che possono anche attestarsi in doppia cifra. Parliamo di ambiti di lusso, di tecnologie avanzate, di settori industriali di punta in cui l'innovazione è in grado di restituire all'azienda dei vantaggi competitivi notevoli che si riflettono in margini molto elevati.

L'aspetto dopo - e più semplice - è quello del passaggio dall'enterprise value, ovvero il valore dell'azienda, all'equity value, cioè il valore per l'azionista, attraverso la determinazione della posizione finanziaria netta. Se i debiti finanziari sopravanzano la cassa l'equity value sarà inferiore all'enterprise value, mentre si verificherà il contrario nel caso in cui la cassa superi l'indebitamento.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Il metodo finanziario nella modalità unlevered

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} - PFN$$

Legenda: W = valore economico; Ft = flussi finanziari unlevered per ciascuno degli n anni considerati nel piano; Tv = terminal value; Wacc = tasso di attualizzazione o costo medio ponderato del capitale; Pfn = posizione finanziaria netta.

Il metodo dei multipli di mercato. Secondo la prassi di mercato si utilizzano prevalentemente multipli che rappresentano l'intera azienda, cioè di tipo asset side, fra i quali spicca il rapporto Ev/Ebitda. Da ciò deriva che:

EV (enterprise value) = multiplo x Ebitda. Dall'enterprise value si addivene all'equity value, ovvero il valore per l'azionista sottraendo la posizione finanziaria netta (Pfn).

Equity value = enterprise value - Pfn

ESEMPLI DI VALUTAZIONE CON PFN POSITIVA O NEGATIVA

	IPOTESI 1	IPOTESI 2
Ebitda	1.000	1.000
Multiplo	8	8
Enterprise value	8.000	8.000
Debiti finanziari	500	200
Cassa	100	700
Pfn	400	-500
Equity value	7.600 (8.000 - 400)	8.500 (8000 + 500)

Casi particolari nell'uso dei multipli. Un debito operativo eccessivo potrebbe essere riclassificato come posizione finanziaria netta

Un rischio rinviare il pagamento dei fornitori

Nell'ambito della negoziazione che avviene in un'operazione di private equity fra l'imprenditore e il fondo spesso la valorizzazione dell'azienda viene effettuata secondo il metodo dei multipli di mercato. In tale circostanza gli elementi salienti sono il multiplo, l'Ebitda e la posizione finanziaria netta.

Quanto al primo, esso è generalmente determinato sulla base di transazioni similari e risente della specifica marginalità del settore di riferimento dell'azienda. Spesso diviene un vero e proprio fattore di contrattazione fra le parti.

Maggiore attenzione va posta sugli altri due, in quanto possono essere in qualche modo condizionati dai comportamenti dell'azien-

da. Per quanto concerne infatti l'Ebitda, che come detto prescinde dalla politica degli ammortamenti adottata dal management, il suo miglioramento passa attraverso quello della performance, inteso come incremento dei ricavi da un lato e contenimento dei costi dall'altro. Quindi in previsione di future operazioni di vendita tutti gli sforzi saranno profusi per far sì che l'azienda esprima la sua massima redditività, intesa come incremento del proprio Ebitda.

L'altro elemento su cui si può agire è rappresentato dalla posizione finanziaria netta, come differenza fra i debiti finanziari e la cassa attiva a disposizione della società. In base alla definizione di Pfn non rientrano nella stessa i debiti

operativi, quali ad esempio quelli verso i fornitori. Tuttavia occorre fare attenzione a quelle pratiche delle imprese che cercano di migliorare la propria Pfn rinviando in maniera anomala il pagamento dei propri fornitori. In questi casi, infatti, un debito operativo eccessivo potrà essere riclassificato nella posizione finanziaria netta, in quanto sottende un debito finanziario. Quindi in tali casi una pratica siffatta peggiora comunque la Pfn.

Molto diffuso nelle operazioni di private equity è poi l'utilizzo delle cosiddette clausole di "earn out", tali per cui il pagamento del prezzo della transazione è in parte fisso e in parte variabile. La componente fissa viene corrisposta al closing dell'operazione, indipendente-

mente dalla performance, sulla base di quanto è stato pattuito per la valorizzazione dell'azienda.

Invece la componente variabile verrà corrisposta in futuro in ragione delle performance ottenute dalla società acquisita in un periodo prestabilito. Si tratta quindi di un meccanismo che tutela l'acquirente circa la bontà di ciò che sta acquisendo. Esso risponde alla contrapposizione di interessi fra il venditore, interessato a incassare una componente fissa nell'immediato e l'acquirente, che viceversa vorrebbe delle garanzie sulla bontà dell'impresa oggetto di acquisizione. In questi casi si potrà prevedere una componente fissa da corrispondersi subito e una variabile legata al raggiungimento da parte

dell'azienda acquisita di determinati risultati dichiarati. Spesso, per l'appunto, l'earn out è parametrato al raggiungimento di un certo livello di Ebitda.

In questo modo il venditore non avrà difficoltà a corrispondere un ulteriore importo, in quanto lo stesso è giustificato dalla performance aziendale dell'impresa acquisita. Dal canto suo il venditore potrà accettare di dover vincolare l'introito di somme aggiuntive al raggiungimento di certi risultati qualora abbia la ragionevole certezza della capacità dell'azienda di centrare gli obiettivi.

Peraltro il meccanismo di earn out prevede anche che i venditori restino in azienda nel periodo di misurazione dello stesso e dunque tale remunerazione risponde anche all'impegno da essi profuso e alla remunerazione del medesimo.

© RIPRODUZIONE RISERVATA