

Come stimare il costo dei mezzi propri di una impresa non quotata?

Un approccio pratico basato sul *capital asset pricing model*

Di Alberto Lanzavecchia, docente a contratto Università di Parma, Dipartimento di Economia.

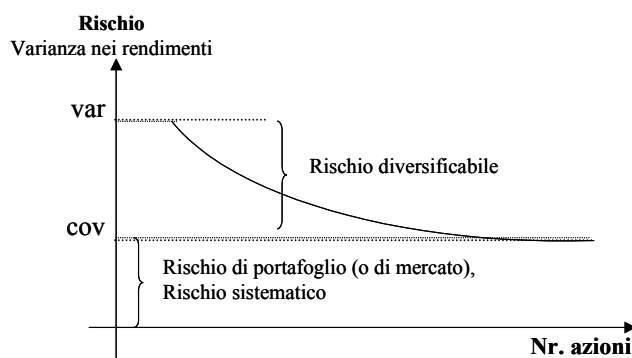
Premessa

La stima del costo dei mezzi propri ricopre un ruolo importante nella finanza di impresa. Da essa consegue la redditività minima richiesta da un qualsiasi azionista coerentemente con il profilo di rischio dell'attività e la durata del proprio investimento. Non solo. E' anche regola di decisione per le scelte operative o per l'analisi degli investimenti: solo se la redditività è maggiore al rendimento minimo richiesto dall'azionista si deve effettuare l'operazione. Inoltre, se è presente in impresa del capitale che non remunera adeguatamente le attese di rendimento del proprio azionista deve essere restituito affinché costui possa liberamente decidere di investirlo altrove. Con tali premesse vorremmo ora affrontare, seppur brevemente, la problematica inerente la stima del costo dei mezzi propri in una impresa non quotata. L'approccio proposto è una forma semplificata del *capital asset pricing model* (CAPM); semplificata perché, in questa sede, non teniamo conto dell'illiquidità dell'investimento azionario né della concentrazione delle attività finanziarie dell'investitore (imprenditore) in poche imprese.¹

Il Capital asset pricing model (CAPM)

Il Capm è una modello di valutazione rischio-rendimento: gli investitori aumentando la numerosità dei titoli presenti nel proprio portafoglio di attività diminuiscono il rischio diversificabile,² conseguentemente, solo la parte di rischio che non può essere eliminata con la diversificazione dovrà essere remunerata (Figura 1). Nel Capm, il rischio non diversificabile è misurato dal beta, cioè la sensibilità nelle variazioni dei prezzi di un titolo rispetto al mercato nel suo complesso.

Figura 1 – Relazione tra varianza nei rendimenti del portafoglio e numerosità azioni³



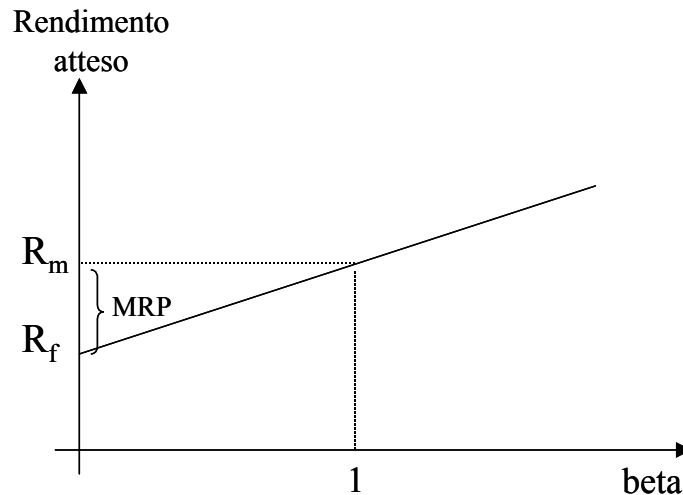
¹ Maggiore è la liquidità delle azioni, minore è il rendimento atteso dall'investitore. Si veda: Y. Amihud, H. Mendelson, *The liquidity route a lower cost of capital*, Journal of applied corporate finance, Vol.12, n.4, 2000. Inoltre, minore è la diversificazione del proprio portafoglio di attività, maggiore è il rischio, quindi il rendimento atteso.

² Una diversificazione ottimale è raggiungibile con 30 azioni. Cfr.: M. Statman, *How many stocks make a diversified portfolio?*, Journal of financial and quantitative analysis, Sept. 1987.

³ Il grafico presuppone che: tutte le azioni abbiano varianza (var) e covarianza (cov) costante; tutte le azioni abbiano lo stesso peso nel portafoglio.

Il beta, nel Capm, misura la quantità di rischio che stiamo assumendo su una specifica posizione. A maggior rischio deve corrispondere maggior rendimento per rimanere sulla *security market line* ovvero la curva di equilibrio di mercato (Figura 2).

Figura 2 – Relazione tra rischio (beta) e rendimento atteso (security market line)



Il *trade off* per l'azionista è proprio misurato da tre passaggi logici:

1. Qual è il rendimento privo di rischio (R_f)?
2. Qual è il sovra-rendimento medio dato dal mercato azionario, rispetto al R_f (MRP)?
3. Che rischio specifico si assume investendo in una specifica azione?

Le domande sono direttamente collegate alle tre componenti del costo dei mezzi propri (K_e) secondo il Capm:

$$K_e = R_f + \text{beta} * \text{MRP}$$

Capite le variabili in gioco, cerchiamo ora di individuare alcuni numeri.

1. Il Risk free rate

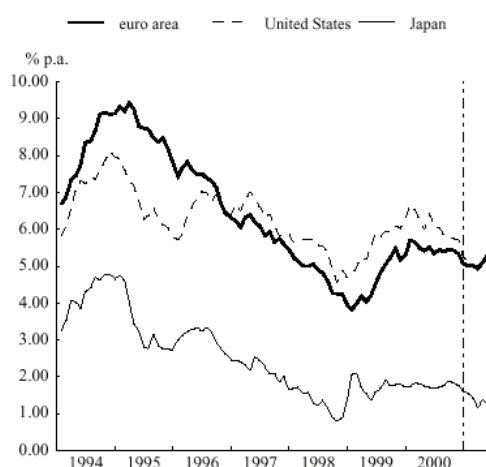
Il *risk free rate* è quel rendimento che si ottiene con un rischio, misurato come beta rispetto al mercato, pari a zero. Il puro rischio di insolvenza trova remunerazione nel rendimento offerto dal titolo. Purtroppo, anche i rendimenti nei titoli di Stato hanno un beta. Ecco perché non sono tassi *risk less*: il rendimento non è certo, ma dipende, in piccola misura, dall'andamento del mercato azionario. Affinché il beta sia minimizzato, occorre posizionarsi su titoli a più lunga scadenza, i quali risentono meno degli andamenti ciclici dell'economia. La tabella 1 espone i rendimenti nei titoli di Stato a lunga scadenza. La differenze sono riconducibili, in larga misura, all'inflazione locale oltre che alla struttura dei tassi a termine.

Tabella 1 - Rendimenti Titoli di Stato per scadenza

	1997	1998	1999	2000	2001
BTP a 5 anni	6,31%	4,48%	4,05%	5,29%	4,80%
BTP a 10 anni	6,86%	4,88%	4,74%	5,58%	5,25%
BTP a 30 anni	7,40%	5,53%	5,53%	5,99%	5,85%
T-Bond UEM 5 anni	4,87%	3,38%	4,01%	5,19%	4,68%
T-Bond UEM 10 anni	5,99%	4,71%	4,66%	5,44%	5,07%
T-Bond US 10 anni	6,45%	5,33%	5,64%	6,03%	5,13%
T-Bond Giappone	2,15%	1,30%	1,75%	1,76%	1,36%

Fonte: Bollettino mensile BCE, appendice statistica

Figura 3 – Rendimenti mensili Titoli di Stato a 10 anni



Fonte: Bollettino mensile BCE, appendice statistica

Il rendimento *risk free* esprime dunque il rendimento atteso dall'investitore avverso al rischio. Nel momento in cui decide di investire nel capitale proprio di impresa, deve aggiungere al tasso R_f il rischio/rendimento medio associato all'investimento azionario (MRP) e il rischio specifico dell'impresa su cui investe (beta).

2. Il Market Risk Premium

Il *market risk premium* è il maggior rendimento atteso dal mercato azionario (R_m) rispetto ad un investimento in titoli di debito privi di rischio (*risk free rate*). Dal momento che essere azionisti è più rischioso che essere obbligazionisti, allora ci si aspetta anche una maggiore remunerazione dall'investimento azionario. Come calcolare, o stimare, il *market risk premium* (MRP)? Si potrebbe procedere osservando una serie storica sufficientemente lunga dei rendimenti del mercato azionario e dei rendimenti in titoli di debito privi di rischio (R_f).⁴

⁴ Un approccio diverso utilizzerebbe il *rating* sui titoli di Stato a lunga scadenza per stimare il MRP locale. Questo è possibile perché esiste una elevata correlazione tra i due fenomeni osservati, aggiustata con la volatilità relativa. Se uno Stato sovrano ha un certo *rating*, a questo è associato un *default spread*, per il calcolo del MRP occorre procedere come segue:

$$MRP_i = MRP_{US} + Spread_i * \left(\frac{\sigma_{MKTi}}{\sigma_{Bi}} \right)$$

Dove:

MRP_i = MRP dello Stato oggetto di analisi

$Spread_i$ = sulle emissioni nei titoli di Stato associato al rating dello Stato Sovrano

σ_{MKTi} = deviazione standard mercato azionario dello Stato oggetto di analisi / deviazione standard prezzi titoli di Stato).

Questo approccio apre nuove problematiche:

1. Il mercato oggetto di analisi
2. La durata della serie storica
3. La definizione di rendimento
4. La determinazione del tasso *risk-free*

Il mercato oggetto di analisi tendenzialmente è il mondo intero: un investitore può decidere dove investire senza particolari limitazioni o costi aggiuntivi.⁵ In pratica, è il mercato ove concretamente l'investitore opera. Fino agli anni ottanta, vi era una certa separazione fra i diversi mercati dei capitali, pertanto aveva senso analizzarli singolarmente. Oggi non è più così, sia perché le imprese decidono di quotare le proprie azioni in mercati diversi da quello ove hanno sede, sia perché i flussi finanziari da e verso l'estero (*cross border*) sono diventati preponderanti. In generale, minore è la trasparenza del mercato (costi di informazione, regole di *governance*, autorità di controllo), così come i volumi transitati, maggiore è il MRP perché l'azionista, per investire a quelle condizioni, richiede un rendimento maggiore. Numerosi sono gli studi sul mercato americano e inglese,⁶ minori sui mercati europei ed italiani (Tabelle 2 e 3).⁷

Tabella 2 – Il MRP nei mercati anglosassoni

	US (1926-1994)	UK (1919-1987)
R _m (media aritmetica)	12,2%	13,5 – 14,4%
R _m (media geometrica)	-	11,4 – 11,8%
T-bond a lunga scadenza (media aritmetica)	5,2%	5,7 – 61,1%
T-bond a lunga scadenza (media geometrica)	-	5,2 – 5,6%
MRP	7%	6,2 – 8,4%

Tabella 3 – Il MRP nei mercati europei dal 1967 al 1990

	Germania	Francia	Italia	Belgio
R _m	9,5% (20,3)	9,4% (26,9)	4,0% (35,9)	6,3% (16,7)
R _f	2,7% (14,9)	1,0% (13,1%)	-0,2% (18,3)	1,3% (11,7)
MRP	6,8%	8,4%	4,2%	5%

Fonte: Davis (1995)

Deviazione standard fra parentesi

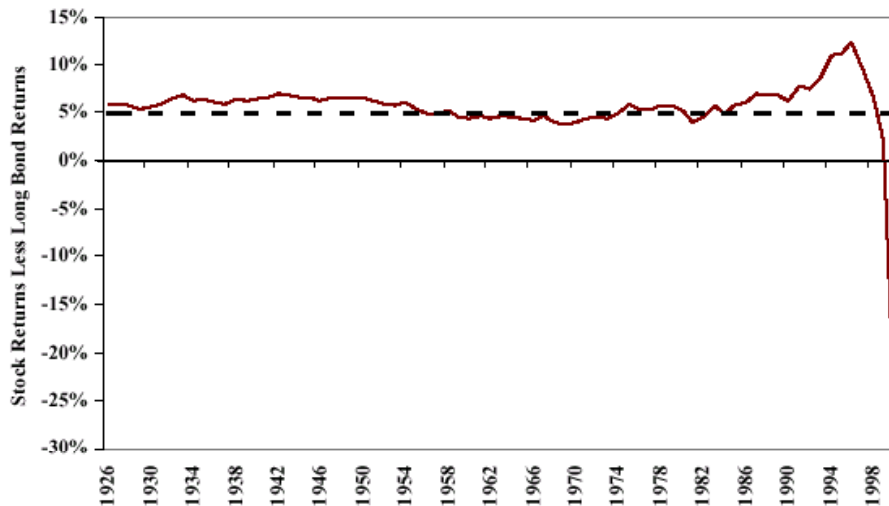
Il periodo di osservazione deve essere il più lungo possibile affinché, nella serie storica oggetto di analisi, si siano manifestati tutti gli scenari possibili. Ecco perché si è soliti partire da prima della crisi del 1929 o prima della seconda guerra mondiale. Peraltro, i dati più recenti sono più significativi per “predire” il futuro. Un periodo di osservazione lungo, tuttavia, non risente dei *trend* in attratto nel periodo di osservazione, come il forte rialzo dei mercati azionari alla fine degli anni '90 (Figura 4).

⁵ Salvo i costi di informazione.

⁶ Per il mercato americano, si veda per tutti: R.G. Ibbotson, R.A. Sinquefeld, *Stock, Bonds, Bills and inflation: 1995 Yearbook*. Per il mercato inglese, si veda: D.E. Allen, R.E. Day, J. Kwiatowski, *Equity, gilts, treasury bills and inflation, Investment analysis*, gennaio 1987, pag. 11-18.

⁷ Per il mercato Europeo, si veda: E.P. Davis, *Pension Funds. Retirement-Income Insurance and Capital Markets: An International Perspective*, Oxford University press, 1995. Uno studio della Banca di Italia, sul periodo 1861-1994, indica un valore del 5,7% (media aritmetica) o del 3,4% (media geometrica). Cfr.: Fabio Panetta, Roberto Violi, *Risk premia, consumption and financial structure from the unification of Italy to today*, Banca d'Italia Research Department, June 1997.

Figura 4 – Il MRP e il periodo di osservazione: un'evidenza empirica⁸



Più delicata è la scelta nella modalità di calcolo del rendimento. Il rendimento del mercato, è dato da:

$$\frac{\text{Valore indice}_t + \text{dividendi}}{\text{Valore indice}_{t-1}} - 1$$

Lo stesso procedimento è applicabile anche alle quotazioni dei titoli di Stato (oppure osservando direttamente le nuove emissioni). La scelta si pone nel calcolo della media dei rendimenti osservati: media geometrica o media aritmetica? Molti utilizzano ai fini pratici la media aritmetica. Questo è corretto se si ipotizza che:

- Ogni anno è un unico periodo di osservazione (Il Capm è un modello uni-periodale)
- I rendimenti delle azioni e delle obbligazioni non sono correlati

Maggiore è il periodo di osservazione, maggiore diventa la correlazione fra i due fenomeni, quindi sarebbe preferibile utilizzare la media geometrica. Al contrario, se il periodo di osservazione è limitato, i prezzi delle azioni si muovono *random walk*, senza un legame con i rendimenti dei titoli di Stato. In ogni caso, occorre coerenza tra rendimenti azionari e rendimenti obbligazionari: se si sta utilizzando una obbligazione a breve termine, occorre utilizzare la media aritmetica (il periodo di utilizzo *-holding period-* si presume breve); se si sta utilizzando una obbligazione a lunga scadenza, occorre utilizzare la media geometrica. Dal momento che il Capm è utilizzato per stimare il tasso di sconto dei flussi di cassa di impresa che si protraggono negli anni, la media geometrica è quella da utilizzare.

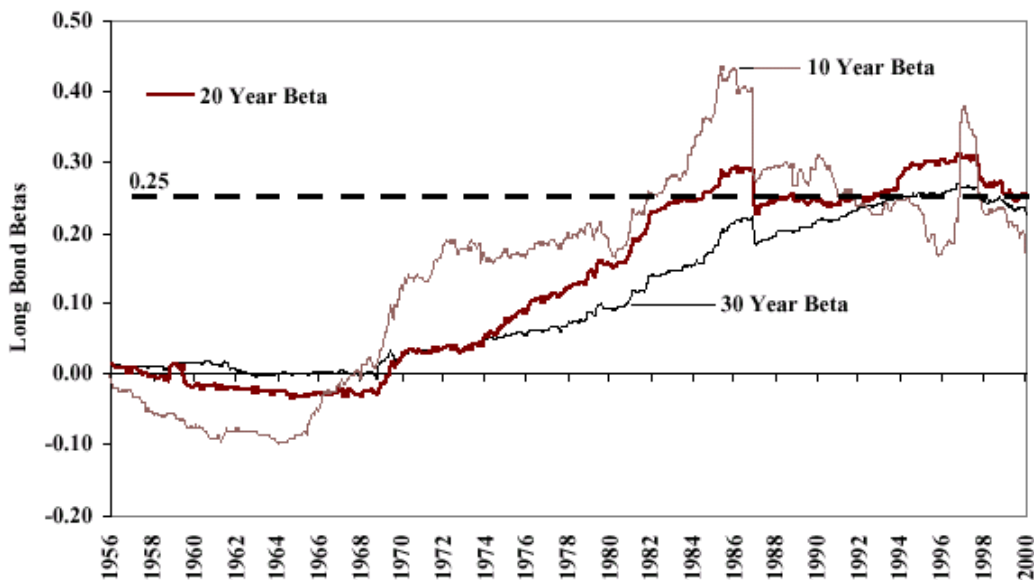
Infine, quale tasso *risk free*? Abbiamo definito il MRP come il sovra-rendimento del mercato azionario rispetto al rendimento offerto da un tasso *risk free* e, implicitamente, abbiamo utilizzato come *proxy* di quel tasso il rendimento dei titoli di Stato a lunga scadenza. Perché? Effettivamente, uno Stato sovrano può emettere titoli di debito dalla breve (3 mesi) fino alla lunga scadenza (T-bond a 10 o 30 anni). Se è pur vero che il rischio di insolvenza aumenta per orizzonti temporali più lunghi, è da ricordare che non è sul rischio di credito che va ricercata la natura di tasso *risk free*,⁹ ma sulla garanzia dei rendimenti. Dal momento che un rendimento è tale solo nel momento in cui si vende l'obbligazione sul mercato, se i rendimenti dei titoli di Stato sono correlati con il mercato azionario,

⁸ Tratto da: J.Pettit, I.Gulic, A.Park, *The Equity Risk Measurement Handbook*, Evaluation, Vol. 3, March 2001.

⁹ Implicita nella scelta di un titolo di Stato con *rating* superiore a A. I titoli di Stato negoziati sui mercati regolamentati garantiscono inoltre una maggiore liquidità negli scambi.

allora ciò implica che hanno un rischio sistematico (non diversificabile), e le loro quotazioni risentono delle fasi cicliche del mercato.¹⁰ Tuttavia, maggiore è la durata dell'obbligazione, minore è il suo beta rispetto al mercato (Figura 5). Ecco perché è opportuno scegliere come *proxy* del tasso *risk free* i titoli di Stato a lunga scadenza, pur sapendo che non è un tasso ...*risk less*!

Figura 5 – Andamento negli anni del beta dei titoli di Stato per vita residua¹¹



3. Il coefficiente beta

Il coefficiente beta misura la rischiosità specifica della singola impresa; in altri termini è la quantità di rischio che l'investitore sopporta, investendo in una determinata impresa, anziché nel mercato azionario nel suo complesso. Il beta è espressione solamente del rischio sistematico, quindi non diversificabile, dell'investimento nell'impresa.

Indica il modo in cui, in media, i rendimenti di un titolo variano al variare dei rendimenti del mercato.¹² I beta non cascano dal cielo, ma sono direttamente collegati con l'attività dell'impresa oggetto di analisi. Due sono i macro *drivers*: la volatilità dei flussi di cassa operativi e il grado di *leverage*.¹³ Se l'impresa non è quotata, non è possibile calcolare il beta partendo dalle osservazioni di mercato, ma bisogna procedere diversamente. L'approccio proposto suggerisce di utilizzare il beta del settore o di aziende simili (*peers*). Una volta calcolato, o ottenuto da altra fonte,¹⁴ il beta delle imprese ap-

¹⁰ Il beta non è zero. Nell'Agosto del 1998 i mercati azionari stavano affrontando la crisi che colpì la Russia con il rischio di insolvenza sulle proprie obbligazioni in essere. Il rendimento mensile dello S&P 500 segnò un -14,4%, mentre il rendimento sui T-Bond americani a lunga scadenza segnava un +6%.

¹¹ Fonte: Vedi nota 4.

¹² Da un punto di vista statistico, il beta è pari alla covarianza tra i rendimenti attesi del titolo e quelli del mercato, divisa per la varianza del rendimento atteso del mercato.

$$\beta = \frac{COV(R_i, R_m)}{VAR(R_m)}$$

dove:

- β = il beta di impresa
- R_i = il rendimento atteso dell'azione i
- R_m = il rendimento atteso del portafoglio di mercato

¹³ R.S. Hamada, *The Effect of a Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks*, *Journal of Finance*, maggio 1972.

¹⁴ Numerosi sono i siti internet che forniscono i beta delle azioni.

partenenti al settore, è necessario depurarlo dal rischio finanziario delle singole imprese, facendolo così diventare un indicatore della sola rischiosità operativa (beta *unlevered*). Per calcolare il beta *unlevered* ci si può avvalere della seguente equazione:

$$\beta_u = \frac{\beta_l}{1 + (D_m/E_m) * (1 - T^*)}$$

dove:

β_u	=	beta <i>unlevered</i> dell'impresa
β_l	=	beta <i>levered</i> dell'impresa (osservazioni di mercato)
T^*	=	aliquota fiscale marginale
D_m	=	Debiti finanziari dell'impresa, a valori di mercato
E_m	=	Mezzi propri dell'impresa, a valori di mercato

Una volta ottenuto il beta *unlevered* delle imprese di un determinato settore, è possibile, facendone la media ponderata per il valore di mercato di ciascuna, calcolare il beta *unlevered* di settore. Tale indicatore è anche detto Business Risk Index (BRI). Utilizzando il BRI si può infine calcolare il beta della singola impresa non quotata, considerandone la specifica struttura finanziaria *target*:

$$\beta = \text{BRI} + \text{BRI} * (1 - T_m) * D_t/E_t$$

dove:

β	=	beta dell'impresa non quotata
BRI	=	Business Risk Index di settore
T_m	=	aliquota fiscale marginale
D_t	=	livello obiettivo del debito dell'impresa, espresso a valori di mercato
E_t	=	livello obiettivo dei mezzi propri dell'impresa, espresso a valori di mercato

Il rapporto D/E target, anche per l'impresa non quotata, dovrebbe avvenire a valori di mercato.¹⁵ Questo perché gli investitori attendono un rendimento sul valore di mercato del loro investimento (l'impresa), indipendentemente dal valore con cui esso sia riconosciuto dalla contabilità (il patrimonio netto). Inoltre, ragionare in termini di struttura di capitale obiettivo permette di stimare un costo del capitale prospettico non condizionato da scelte di finanziamento passate, effettivamente poco rilevanti per le decisioni future.

Qualcuno potrebbe obiettare che l'ambito di soggettività sia troppo ampio, se non addirittura l'impossibilità a procedere con una certa attendibilità. Ignorare il problema non aiuta a risolverlo.

Un approccio pragmatico che potremmo proporre consiste nell'utilizzare i multipli di mercato di aziende simili o del settore di appartenenza.¹⁶ Se l'impresa oggetto d'analisi ha una struttura finanziaria simile alla media del settore, allora l'impiego di un multiplo del patrimonio netto (*price/book value*) o degli utili (*price/earnings*) potrebbe essere una soluzione praticabile per portare a valore di mercato i valori contabili.

Tabella 4 – BRI (5 principali società europee per capitalizzazione di ogni settore)

¹⁵ Si tratta quindi di determinare la struttura di capitale *target* dell'impresa a valori di mercato. Le imprese non quotate esplicitano il loro valore di mercato in sede di acquisizione o fusione. Si consideri inoltre che anche il costo medio ponderato del capitale (WACC) deve considerare le ponderazioni a valori di mercato.

¹⁶ Si esclude dunque che si proceda ad una valutazione di impresa autonoma, con le tecniche e metodologie più adeguate.

Series	Beta	BRI
AEROSPACE & DEFENCE	0,99	0,82
AIRLINES & AIRPORTS	1,02	0,68
AUTOMOBILES	1,06	0,65
BREWERIES, PUBS & RESTAURANTS	0,98	0,86
BROADCASTING	0,96	0,88
BUILDING MATERIALS	0,88	0,73
BUSINESS SUPPORT	0,89	0,80
CHEMICALS	1,04	0,89
CLOTHING & FOOTWEAR	0,92	0,76
DISTILLERS & VINTNERS	1,27	1,07
DISTRIB. MISCEL.	1,28	1,07
DIVERSIFIED INDUSTRY	1,07	0,81
ELECTRICAL EQUIPMENT	0,99	0,86
ELECTRICITY	0,94	0,71
ELECTRONIC EQUIPMENT	1,15	0,94
ENGINEERING	0,88	0,79
FOOD & DRUG RETAILERS	0,92	0,82
FOOD PROCESSORS	0,92	0,81
GAS DISTRIBUTION	1,00	0,79
LEISURE & ENTERTAINMENT	0,89	0,68
MEDICAL EQUIPMENT & SUPPLIES	0,80	0,70
MINING	1,21	0,69
OIL & GAS EXPLORATION/PRODUCTION	0,71	0,59
OIL INTEGRATED	0,93	0,77
OTHER CONSTRUCTION	1,20	0,96
PAPER & PACKAGING & FORRESTRY	0,85	0,56
PHARMACEUTICALS	0,61	0,55
PUBLISHING & PRINTING	1,02	0,89
RAIL, ROAD & FREIGHT	0,97	0,83
RETAILERS	0,77	0,70
SHIPPING & PORTS	0,81	0,57
SOFTWARE & COMPUTER SERVICES	0,87	0,82
TELECOM EQUIPMENT	1,58	1,36
TELECOM FIXED LINE	1,01	0,80
TELECOM WIRELESS	1,10	1,03
TOBACCO	0,82	0,69
TYRES & RUBBER	1,30	0,83
WATER	0,98	0,74

Stern Stewart Europe
Fonte: Datastream, Company Analysis

La tabella 5 espone alcuni dati utili a tal fine pur essendo consapevoli che questo approccio presenta alcune inesattezze. I più fini lettori potrebbero eccepire che il valore di mercato di una impresa non quotata è inferiore, *ceteris paribus*, ad una quotata per l'illiquidità dell'investimento. E' vero, ma ciò vale anche per una società quotata con scarsi volumi scambiati.¹⁷ Per ovviare a questo, si potrebbero percorrere due strade: non rettificare il valore di mercato dell'equity, ma aumentare il K_e per il costo dell'illiquidità; oppure ridurre il valore di mercato dell'equity, per effetto dell'illiquidità dell'investimento. Se si volesse procedere su quest'ultima soluzione, potrebbe essere utile, ancora una volta in maniera molto pragmatica, avvalersi della seguente tabella (Tabella 6). Come si può notare, effettivamente, studi empirici dimostrano come il valore di mercato (esplicitato in occasione di operazioni di M&A) di una impresa non quotata sia a sconto rispetto ad aziende simili quotate.

¹⁷ In Italia, la finalità della nascita del segmento STAR di Borsa Italia, è proprio l'aumento dei volumi scambiati sui titoli di società STAR. Per fare questo, si è agito sulla visibilità, l'*appeal* nelle regole di *corporate governance* e sulla presenza di uno *sponsor* (liquidità maker).

Tabella 5 – Multipli di mercato per settori (Dow Jones Stoxx) al 31-05-2001-07-16

Broad Indexes	Price/Earnings	Price/BV
Dow Jones Stoxx 600	19,87	2,74
Dow Jones Stoxx 600 Automobiles	15,89	1,61
Dow Jones Stoxx 600 Banks	14,61	2,57
Dow Jones Stoxx 600 Basic Resources	15,01	1,78
Dow Jones Stoxx 600 Cyclical Goods & Services	19,91	2,88
Dow Jones Stoxx 600 Chemicals	16,09	2,36
Dow Jones Stoxx 600 Construction	14,83	2,09
Dow Jones Stoxx 600 Energy	16,02	3,16
Dow Jones Stoxx 600 Food & Beverage	20,33	4,16
Dow Jones Stoxx 600 Financial Services	17,39	1,92
Dow Jones Stoxx 600 Healthcare	27,15	7,26
Dow Jones Stoxx 600 Industrial Goods & Services	20,36	3,20
Dow Jones Stoxx 600 Insurance	20,39	2,44
Dow Jones Stoxx 600 Media	32,04	3,82
Dow Jones Stoxx 600 Non-Cyclical Goods & Services	20,10	2,86
Dow Jones Stoxx 600 Retail	22,35	3,41
Dow Jones Stoxx 600 Telecommunications	32,98	1,47
Dow Jones Stoxx 600 Technology	35,65	4,55
Dow Jones Stoxx 600 Utilities	18,14	2,07

Fonte: Stoxx Ltd

I dati delle tabella 6, oppure di altri studi simili, potrebbero essere validamente utilizzati per rettificare la stima del valore dell'equity effettuata.

Tabella 6 – Sconto nella valutazione di una non quotata (operazioni di M&A)¹⁸

	Media	Mediana
Enterprise value / EBIT	- 28,26%	- 30,62%
Enterprise value / EBITDA	- 20,39%	-18,14%
Enterprise value / Book value	-17, 81%	+ 7,00%
Enterprise value / Fatturato	+ 2,28%	- 0,79%

Se non si condivide l'approccio proposto basato sui multipli di mercato di aziende appartenenti al medesimo settore, proponiamo una diversa soluzione.

Studi empirici hanno cercato di individuare un legame tra il multiplo *price/book value* e indicatori di rischio, crescita, redditività del capitale (ROE) e *payout* dei dividendi.¹⁹

¹⁸ Si veda: J.Koeplin, A.Sarin, A.Shapiro, *The private company discount*, Journal of applied corporate finance, Vol. 12, n. 4, 2000.

¹⁹ Cfr.: J.W. Wilcox, *The P/BV – ROE valuation model*, *Financial Analyst Journal*, N.40, pag. 58-66.

Una regressione tra P/BV di aziende quotate al NYSE e AMEX²⁰ sul ROE, *dividend payout*, *levered beta* e tasso di crescita degli utili nei 5 anni precedenti, nel 1995 ha condotto alla seguente relazione:²¹

$$P/BV = 0,4138 + 0,3194 Payout - 0,3418 \beta + 0,3549 EGR + 14,75 ROE$$

Dove:

P/BV: Multiplo a fine anno;

Payout: percentuale di distribuzione degli utili a fine anno;

β : *Levered* beta dell'azione

EGR: Tasso di crescita degli utili atteso sui prossimi 5 anni;

La formula proposta, pur traendo origine da osservazioni di imprese quotate, consente di stimare il valore di mercato dell'*equity* partendo dai fondamentali di impresa. Tutti i parametri di input dovrebbero essere a disposizione del valutatore, mentre, per quanto concerne il beta, rimandiamo a quanto già detto in precedenza.

Conclusioni

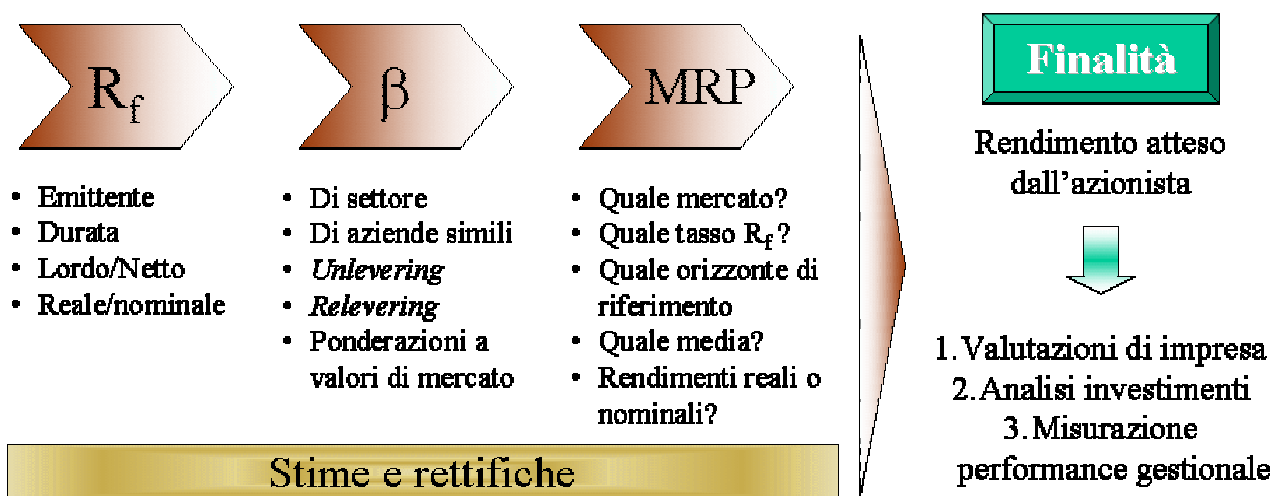
La stima del costo dei mezzi propri è un elemento fondamentale sia per le decisioni operative sia per la valutazione di impresa o di progetti, essendo parte del tasso di sconto dei flussi finanziari futuri.

Diverse possono essere le strade percorribili, sia ragionando sui valori contabili sia sui valori di mercato. L'approccio del Capm rientra nella categoria dei modelli rischio/rendimento. Tuttavia, data la diretta origine del modello dal mercato dei capitali, potrebbe non essere considerato da qualcuno applicabile alle imprese non quotate.

Dal momento che il Capm, a nostro vedere, nella sua forma "accademica" non è comunque utilizzabile ai fini manageriali neppure nelle imprese quotate,²² allora perché non modificarlo e renderlo applicabile anche per le imprese non quotate?

L'approccio proposto è sintetizzabile in quanto segue (Figura 6):

Figura 6 – Stima del costo del capitale: passi logici e finalità



²⁰ Escluse quelle che presentavano un P/BV negativo.

²¹ R quadro della regressione: 0,7726. Cfr.: A. Damodaran, *Investment Valuation*, Wiley & Sons, 1996.

²² Le principali critiche sono sul beta e sul MRP. Si aggiunga poi che il Capm presuppone che l'investitore riduca il rischio diversificabile con un numero sufficientemente elevato di azioni: ciò non sempre è vero. Il testo più famoso contro il beta come misura del rischio è: E.F.Fama, K.French, *The cross-section of expected returns*, in *Journal of Finance*, 42/1992, pag.427. In senso opposto, S.P.Kotari, J.Shanken, *In defence of beta*, *Journal of applied corporate finance*, Vol.8, Nr.1, 1995, pag. 53.

Pur riconoscendo che sono state effettuate delle semplificazioni non da poco, crediamo che per molte medie imprese l'utilizzo di un costo del capitale, pur se approssimativo, sia di gran lunga preferibile che non averne alcuno. Si avrebbe così una maggiore sensibilità sulla gestione del capitale investito, del magazzino, del capitale circolante, sul prezzo pagato in sede di acquisizione altrimenti difficilmente esplicitabile.

L'unico rischio che si può incorrere nel fare questo, è rinunciare ad opportunità di investimento con un rendimento (*internal rate of return*, IRR) inferiore al costo dell'equity così calcolato (*rectius*, al costo medio ponderato del capitale –Wacc–, di cui il costo dei mezzi propri è solo una componente). Non crediamo tuttavia che il *management* di una qualsiasi impresa o l'imprenditore si faccia guidare dalla matematica e dai più rigorosi teoremi della *corporate finance* nel prendere le proprie decisioni sulla strategia o l'effettuazione di un investimento: un buon progetto è un buon progetto!