

SUL SAGGIO DI EQUIVALENZA FINANZIARIA (ATTUALIZZAZIONE): INQUADRAMENTO GENERALE

PR.E.G.I.A. Associazione, novembre 2019

Quando si adottano tecniche valutative fondate sui flussi finanziari è essenziale una stima "oggettiva" e motivata del saggio di attualizzazione. Tali tecniche, infatti, configurano un investitore potenziale interessato ad acquisire il bene in oggetto (azienda o immobile) per trarne futuri redditi. Il saggio di equivalenza finanziaria corrisponde quindi al rendimento percentuale che tale investitore pretenderebbe, rendendo finanziariamente indifferente tale investimento rispetto a un altro perfettamente analogo. La sua determinazione richiede dunque la capacità di esaminare criticamente e con la massima oggettività le condizioni di vari mercati: quello dei beni in oggetto, quello degli investitori di settore e quello finanziario, per comprendere i rendimenti alternativi conseguibili sul mobiliare.

PREMESSA

Il metodo valutativo D.C.F.A. ("Discounted Cash Flow Analysis") si basa sull'attualizzazione di flussi di cassa che prescindono dalla natura della loro origine: l'investitore potenziale (teorica figura di riferimento per tale valutazione) analizza i rendimenti finanziari attesi e questo metodo serve per l'appunto a **confrontare investimenti alternativi** in qualunque settore aziendale, mobiliare e immobiliare.

Per questo motivo **il saggio di attualizzazione deve recepire qualsiasi disparità** (settoriale, ubicativa, dimensionale, tipologica, prospettica, di mercato, etc.) esistente tra **l'operazione finanziaria allo studio** e un'operazione finanziaria "standard", permettendo così di valutare in termini oggettivi qualunque forma di impiego del denaro.

Da tale premessa discende, come logica conseguenza, che il primo riferimento di tale valutazione sia di natura aziendale: è infatti il mondo delle imprese (soprattutto quello delle s.p.a. quotate) che esprime rendimenti consolidati e facilmente rilevabili, e quindi costituisce fattore di partenza per una valutazione di flussi finanziari. Indipendentemente dalla natura del bene da valutare (azienda o immobile), allorché se ne identifica il valore in base ai flussi di cassa che detto bene

saprà generare, il primo concorrente teorico (ma non solo "teorico") è ovviamente il mercato borsistico nazionale e internazionale.

E' ben nota la critica di fondo riferita al metodo D.C.F.A. Molti ritengono soggettivo e mutevole tale metodo a causa dell'enorme rilevanza che assume, ai fini della stima, la determinazione del saggio di attualizzazione: quando il valutatore (come purtroppo spesso accade) indica in termini più o meno arbitrari un saggio senza un sufficiente corredo analitico a supporto, il dubbio di soggettività (e quindi sulla correttezza non solo della stima, ma dell'intero metodo) è più che legittimo. Pertanto devono essere chiari alcuni assunti oggettivi che stanno alla base di un adeguato ricorso alla valutazione tramite D.C.F.A.

- 1) Il valore del bene si identifica strettamente ed esclusivamente con la sua **capacità di generare redditi** finanziari.
- 2) Tali redditi devono derivare da **analisi accurate dei costi e dei ricavi**, che non possono prescindere da **idonee indagini di mercato**: il metodo D.C.F.A. richiede sempre e comunque analisi comparative su prezzi, concessioni, canoni, etc.
- 3) E' necessario contemplare **la trasformazione dei flussi** economici (ricavi e costi) in finanziari (incassi ed esborsi) e tale processo deve fondarsi su ragionamenti realistici derivati dai consueti comportamenti dei mercati.
- 4) L'attualizzazione dei flussi finanziari, ossia la loro trasformazione nell'attuale valore di mercato del bene, **implica che esista un comparto di investitori** potenziali interessati ad acquisire quel bene per ricavarne futuri redditi. Tali investitori, sebbene focalizzati sull'operazione in esame (inerente una specifica impresa o un determinato immobile), **mantengono sempre** quali opzioni alternative **altre forme di impiego del denaro** (titoli pubblici, Borsa) **a livello nazionale e internazionale, settoriale ed intersettoriale**: l'analisi non può prescindere quindi dal confrontarsi con tali opzioni.
- 5) Se il comparto degli investitori potenziali è delimitato e indagabile in modo facile ed esaustivo, il saggio di equivalenza finanziaria può emergere direttamente da tale contesto e dalle abitudini dei soggetti in questione. Tuttavia non si possono trascurare né le suddette opzioni alternative, né **l'evoluzione del settore**: perciò **non è corretto assumere rendimenti derivati da operazioni finanziarie precedenti** (che ovviamente non registrano le variazioni intercorse nel frattempo), **bensì quelli attesi oggi, in prospettiva**, da investitori il più possibile concreti.

- 6) Quando non sono disponibili indicazioni specifiche sul comparto in esame (investitori non facilmente identificabili o investigabili) diventa ineludibile procedere alla metodologia analitica illustrata nelle prossime pagine.

D'altronde, indicazioni in tal senso si ritrovavano già in **"Appraisal Institute, 1992"**:

"Historical yield rates derived from transaction of comparables may be relevant, however, they do not embrace the future, where investor's interests lie. Thus, focus should be given to forecast of yield rates. Forecast rates are estimated wheter through interviewing market participants and asking their points of view regarding future market expectation, or through making an indirect assessment of income expectancies. The latter is achieved by comparing the phisical, economic and financial characteristics of a comparable property against competing assets in other financial markets, including risk."

In questo scampolo compaiono già: il confronto con investimenti finanziari alternativi; il contrasto fra dati statistici e previsionali; le interviste per capire le attese degli investitori. Tematiche tutte su cui si tornerà nel corso del presente articolo.

IL METODO C.A.P.M.

La stima del costo del capitale proprio dell'impresa deriva dall'applicazione di un approccio "build-up", denominato C.A.P.M. ("Capital Asset Pricing Model"):

$$K = rf + ERP \times \beta_s + D + F + L + \gamma \quad \text{dove}$$

K = costo del capitale proprio dell'impresa

rf = tasso ("rate") per un investimento privo di rischi ("risk free")

ERP = premio per il rischio azionario ("Equity Risk Premium") nella nazione dell'impresa

β_s = Beta di settore che allinea l'ERP allo specifico settore in cui opera l'impresa

D = rischio dimensionale dell'impresa (penalizzazione per piccole imprese)

F = rischio per la finanza dell'impresa (leva, liquidità, turnover crediti e magazzino)

L = rischio liquidità del titolo (azione quotata, non quotata, quota di capitale)

γ = premio per rischio specifico dell'impresa, in ragione della sua attività

Secondo un simile approccio, **la redditività di un investimento è diretta conseguenza della sua rischiosità**: gli operatori sono disposti ad acquistare titoli o quote di capitale che presentano un rischio maggiore solo in presenza di remunerazioni più consistenti. Questo principio è alla base dei mercati finanziari, se solo si osserva, in campo obbligazionario, come i tassi siano inversamente proporzionali al "rating" dell'emittente e alla durata residua del titolo.

Di seguito, anche avvalendosi del pensiero di eminenti studiosi, si approfondiscono i singoli fattori che costituiscono la predetta sommatoria "build-up".

TASSO “RISK FREE”, RISCHIO PAESE E DURATA

La prima componente della formula è il tasso “*risk free*”, che di solito corrisponde al **rendimento dei titoli di Stato**. La somma di tutti gli altri addendi costituisce invece il differenziale (ossia il premio) fra tale tasso e la remunerazione che la specifica impresa in esame deve corrispondere agli investitori per convincerli ad acquistare quote del suo capitale. Il primo di tali addendi (ERP) è conseguenza del cosiddetto “rischio azionario”, ossia la maggiore volatilità che la Borsa presenta rispetto ai titoli pubblici. Questo parametro, su cui si focalizza gran parte delle osservazioni riprodotte nelle prossime pagine, deve essere appropriatamente corretto per considerare lo specifico settore di appartenenza.

L'analisi storica ha evidenziato come le variazioni nei tassi “*risk free*” siano interamente assorbite dal mercato azionario, rendendo apparentemente pleonastica la ripartizione fra questa prima componente e l'ERP. Per la precisione, **F.Duarte e C.Rosa, *The Equity Risk Premium: a review of models*, Fed Bank N.Y., 2015**, avendo esaminato 20 diversi modelli di determinazione dell'ERP, rilevano che tale saggio (negli U.S.A.) ha raggiunto nel 2012/13 i livelli massimi (12% medio). Questo studio, fondato su un confronto temporale cinquantennale e conseguenti analisi di regressione, dimostra che un simile “picco” non è dovuto ad effettivi aumenti reddituali o aspettative di maggiori utili futuri, bensì al livello eccezionalmente basso dei tassi d'interesse del Tesoro statunitense:

“The ERP in 2012 and 2013 is at heightened levels compared with previous periods. Our analysis provides evidence that the current level of the ERP is consistent with a bond-driven ERP: expected excess stock returns are elevated not because stocks are expected to have high returns but because bond yields are exceptionally low.”

Analogamente, **S.Bishop, R.R.Officer, *Review of Debt Risk Premium and Market Risk Premium*, 2013**, rilevano che l'ERP e i tassi “*risk free*” sono inversamente proporzionali:

“There is evidence and opinion that there is an inverse relationship between the risk free rate and the ERP to use in the CAPM to estimate the cost of equity.”

I risultati di questa analisi sembrano inficiare lo stesso modello di determinazione del saggio, in quanto **l'ERP si muove in termini complementari a tale tasso “*risk free*”**. In altre parole, il rendimento preteso dall'imprenditore resta relativamente costante e non risente dell'andamento dei tassi del debito pubblico.

La connessione a tali tassi resta però importante per tener conto di due specifici rischi. Il primo è il cosiddetto “**rischio paese**”, determinato dalle condizioni geopolitiche e socioeconomiche della nazione emittente, necessario allorché si debbano confrontare opportunità di investimenti transnazionali. Il secondo è quello

legato alla **durata dell'investimento**.

Al riguardo, **The Norge Bank, The Equity Risk Premium, 2016** precisa che i bassissimi livelli di interessi riconosciuti dal debito pubblico non valgono su proiezioni a lungo termine:

"The current near-zero short-term interest rates may be a poor proxy for future short-term rates if the market expects rate increase in the future."

La prassi vuole che, nel valutare un progetto imprenditoriale o edilizio, si tenga conto della presumibile durata di questo, **scegliendo quale tasso "risk free" un titolo pubblico di durata analoga a quella del progetto in esame**.

Un'indiretta conferma delle asserzioni riportate in questo specifico punto si ritrova anche nella tab.6, pag.43 di **A.Damodaran, ERP: determinants, estimation and implications, Stern School of Business, 2017**, da cui si rileva la seguente media degli ERP storici (dal 1900 al 2016):

	Italia	Europa	U.S.A.	Mondo
ERP rispetto a titoli di stato a breve termine	9,5%	5,1%	7,4%	5,6%
ERP rispetto a titoli di stato a lungo termine	6,4%	4,4%	6,4%	4,4%

Si osserva quindi che **i rendimenti annui azionari non sono correlati alla differente remunerazione del debito pubblico dipendente dalla durata**. Ciò è perfettamente logico, allorché si guarda al passato e ci si riferisce a **società quotate**, che presentano questi requisiti:

- *business* consolidato, strutture finanziarie piuttosto stabili, bilanci standardizzati
- dimensioni elevate
- massima liquidità delle quote, liberamente trasferibili in Borsa.

Per l'investitore/azionista il lasso temporale di riferimento è minimo: pochi giorni sia per speculatori o fondi di investimento, sia perfino per quei "cassettisti" che, ancorché mantengano per anni in portafoglio pacchetti azionari, sono consci che in qualunque momento potrebbero rapidamente smobilizzarli. Ben diverso deve essere l'approccio nella stima di società non quotate o di iniziative promosse da tale genere di imprese, le cui porzioni di capitale proprio risultano difficilmente vendibili a terzi e dunque decisamente illiquide: proprio in queste situazioni diventa essenziale il confronto coi titoli di stato, scelti in ragione della durata presunta dello specifico intervento o dell'attività aziendale, o del periodo necessario alla valorizzazione dell'impresa che un potenziale investitore si prefiggerebbe.

IL PREMIO PER IL RISCHIO AZIONARIO

Il cosiddetto ERP (*"Equity Risk Premium"*) è stato oggetto di numerose indagini. Di seguito si riportano alcune considerazioni fra le più significative.

P.Fernandez, A.Ortiz, I.F.Acin, Market Risk Premium used in 71 countries in 2016 individuano **quattro diverse concezioni di ERP** (e conseguenti modalità per calcolarlo):

1) **HEP** (Historical Equity Premium)

analizza le **statistiche storiche** e individua la differenza tra i rendimenti azionari e i titoli di Stato

2) **EEP** (Expected Equity Premium)

il differenziale di rendimento **atteso** fra le azioni e i titoli di Stato

3) **REP** (Required Equity Premium)

il maggior rendimento **preteso** da un operatore per investire in azioni anziché in titoli di Stato

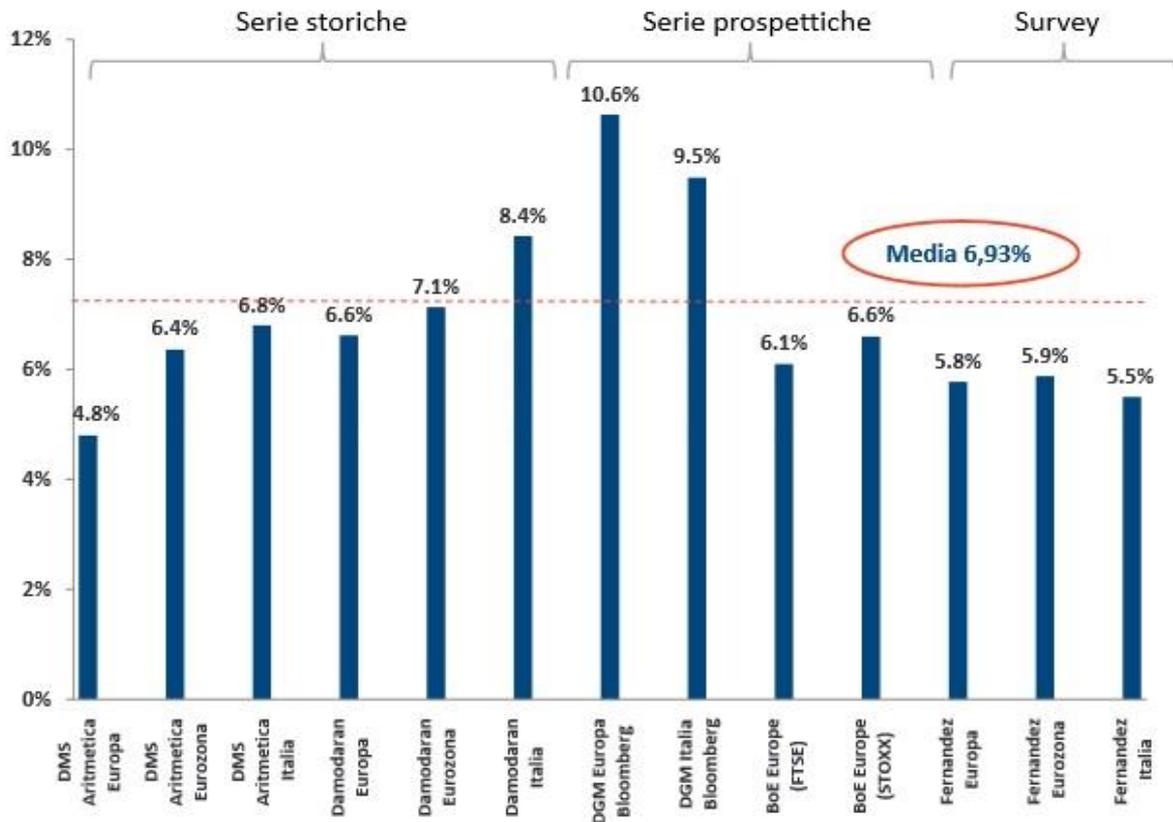
4) **IEP** (Implied Equity Premium)

il maggior rendimento **preteso** dagli operatori ipotizzando che l'avessero correttamente determinato nell'accettare il prezzo d'acquisto delle azioni.

Questa differenziazione è essenziale e merita un approfondimento. Le serie storiche inquadrano il passato, mentre il concetto di rendimento "**atteso**" rappresenta una previsione (di solito basata sui dati passati). Allorché, però, bisogna attualizzare dei flussi di cassa futuri occorre adottare un rendimento "**preteso**", ossia la redditività minima che un operatore vorrebbe ritrarre da un investimento simile. **Pertanto è sulle modalità 3) e 4) che è bene focalizzare l'analisi.**

E' interessante notare come l'adozione di differenti metodologie di ricerca conduca a risultati molto difforni fra loro. **F. Lo Passo, Il valore dell'E.R.P. da utilizzare nel calcolo del W.A.C.C., Brattle Italia, 2013** riproduce il seguente grafico, che mostra il panorama europeo e italiano:

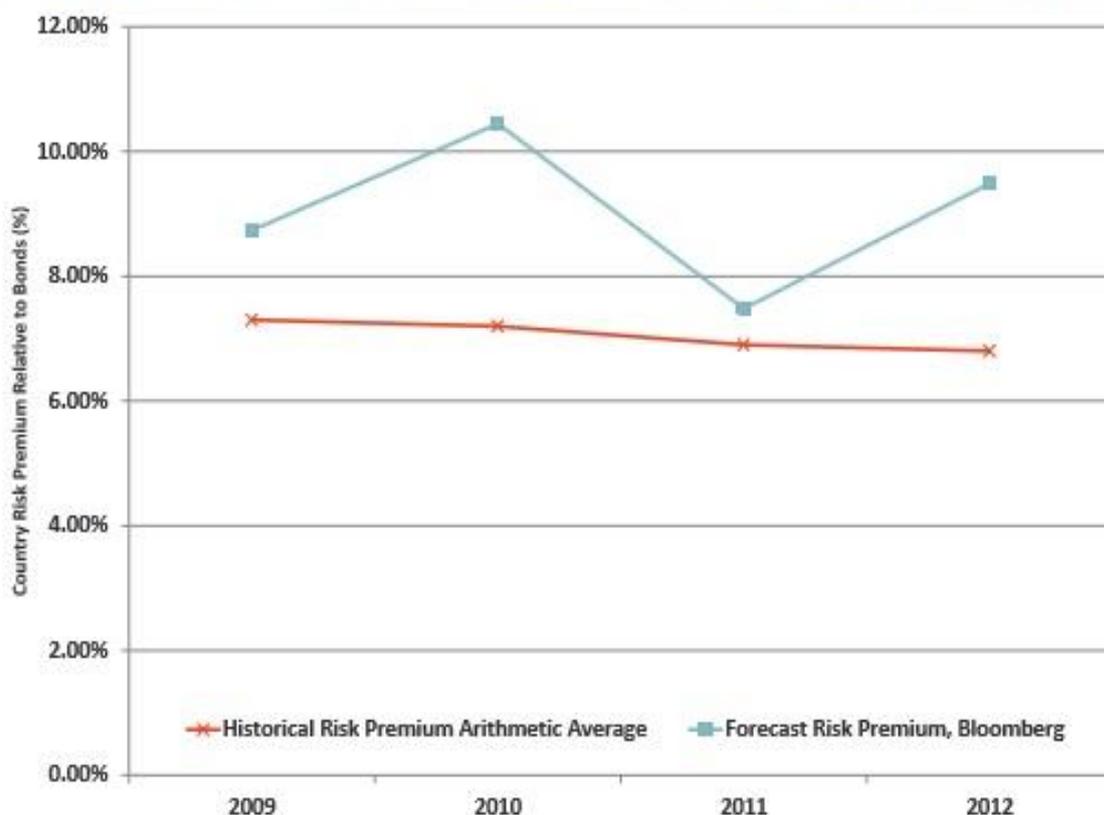
Figura 5 Metodologie alternative per il calcolo dell'ERP



Si nota come le varie stime forniscano una gamma di risultati che varia dal 4,8% al 10,6%. Volendo distinguere le tre differenti tipologie di ricerca, si nota che le interviste generano le percentuali più basse (media 5,75%), a livello intermedio si pongono le serie storiche (media 6,7%) mentre nettamente più elevati sono i risultati scaturiti dalle serie prospettiche (media 8,2%).

Lo stesso autore, circoscrivendo il campo al nostro paese, mostra in un ulteriore grafico una notevole disparità fra dati storici e prospettici. I primi derivano dall'analisi *ex post* di vari decenni: perciò sono più stabili, con poche fluttuazioni da un anno all'altro; i secondi, al contrario, basandosi su previsioni in continua evoluzione, manifestano oscillazioni molto più ampie e, in situazioni di elevata incertezza come la recente fase economica (dopo la crisi del 2008), si presentano nettamente maggiori rispetto ai risultati di serie storiche che invece riflettono le condizioni di periodi ben diversi da quello odierno, contraddistinti spesso da andamenti espansivi e livelli di rischio più contenuti.

Figura 4 Confronto tra l'ERP Stimato di Bloomberg e il MRP Storico DMS per l'Italia



Nonostante le maggiori difficoltà connesse alla ricerca di indicazioni previsionali anziché alla semplice rilevazione di dati storici, si ribadisce la priorità che, in ragione dei nostri fini, si dovrebbe attribuire alla prima. Analogo principio è espresso da **D.Schroeder, *The Implied E.R.P. An Evaluation of Empirical Methods*, BGSE, 2005:**

"Il concetto dell'E.R.P. implicito, recentemente approfondito, offre agli investitori un potente strumento per stimare il futuro costo del capitale. Dato che è interamente orientato al futuro, esso evita i problemi legati all'utilizzo di dati storici a fini previsionali."

A.Damodaran, *ERP: determinants, estimation and implications*, 2017, Stern School of Business, per la determinazione di ERP previsionali, riconosce l'importanza delle indagini dirette presso imprese, investitori, operatori finanziari, esperti:

"If the equity risk premium is what investors demand for investing in risk assets today, the most logical way to estimate it is to ask these investors what they require as expected returns."

Da quasi un ventennio **Pablo Fernandez**, tramite centinaia di interviste, conduce un'indagine per determinare i rendimenti **"pretesi"** dagli investitori (ma poiché molti intervistati sono professori universitari, esperti, studiosi che non effettuano investimenti, è più probabile che per costoro si tratti di rendimenti **"attesi"**). Le risposte sono le più variegate, dispiegandosi su ampi ventagli e presentando una

varianza altissima. In Italia, negli ultimi anni, escludendo i valori anomali, si sono determinati ERP medi compresi fra 5,4% e 5,7%, che tuttavia scaturiscono da una gamma di percentuali estremamente più ampia.

Le risposte assai variegata (e talora inadeguate) raccolte da tali interviste hanno indotto diversi studiosi a considerare questo metodo poco attendibile.

F. Lo Passo, Il valore dell'E.R.P. da utilizzare nel calcolo del W.A.C.C., Brattle Italia, 2013 si esprime come segue:

"Le interviste riflettono più che altro l'ottimismo o il pessimismo nel breve periodo. L'ERP calcolato sulla base delle interviste riflette la percezione soggettiva che gli intervistati hanno del mercato ed è influenzato dalle modalità con cui si sono effettuate le indagini."

Analogamente, **R.G.Ibbotson, Rethinking the Equity Risk Premium, CFA Institute, 2011:**

"Il metodo del consenso [le interviste] parrebbe un ottimo approccio; adottandolo, si cerca di ottenere le stime dagli stessi operatori (gli investitori che determinano nei fatti i prezzi di mercato). Ma si incontrano numerosi problemi. Molti di questi investitori non hanno un'idea chiara sulle prospettive future, e si limitano a esaminare orizzonti di breve termine. Manifestano eccessivo ottimismo o pessimismo in funzione prociclica."

BETA DI SETTORE

L'ERP esprime l'andamento complessivo dell'intero mercato azionario. Per ricondurre tale indice generalista all'effettiva situazione di una specifica impresa (o progetto) occorre effettuare una serie di correzioni. La prima è il cosiddetto "Beta di settore", un coefficiente che modifica l'ERP adattandolo alle caratteristiche del comparto di appartenenza: settori che presentano una volatilità (dunque un rischio) più rilevante della media di mercato presentano Beta superiori all'unità, inferiori nel caso opposto.

La rilevazione dei Beta di settore può essere svolta solo per mercati azionari molto ampi e dinamici, caratterizzati dalla presenza di numerose società quotate per ogni singolo comparto economico. Per questa ragione non è possibile determinare un simile coefficiente limitatamente al nostro paese, mentre viene calcolato a livello di macroaree (U.S.A., Europa, paesi emergenti). Una fonte autorevole (e oltre tutto gratuita) in materia è costituita dagli studi del Prof. A.Damodaran, Stern School of Business, N.Y. University (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>), che a gennaio di ogni anno pubblica i risultati derivanti dalle analisi sui dati dell'anno precedente.

Tali indagini rilevano sia Beta "grezzi", sia quelli "unlevered", o ancora quelli corretti per l'incidenza fiscale o per l'effetto liquidità. **A seconda delle caratteristiche**

dell'investimento in esame e soprattutto dell'approccio comune ai relativi **investitori potenziali**, diventa opportuno assumere un genere di Beta piuttosto di un altro.

Ad esempio, detti investitori sono abituati a considerare l'effetto "leva" di eventuali finanziamenti bancari oppure ragionano sulla redditività dei soli mezzi propri? E' un argomento molto importante, al quale sarà dedicato un articolo specifico. Ovviamente, la risposta in una di queste due direzioni deve orientare non solo la scelta del Beta di settore, ma anche la simulazione dei flussi finanziari e la determinazione di **un saggio di attualizzazione "levered" o "unlevered"**.

In tutti i casi è essenziale procedere a una **stima "oggettiva"** (ossia riferita all'oggetto, l'azienda o l'immobile in esame) **e non "soggettiva"** (cioè influenzata dalle specifiche caratteristiche dell'impresa o della società promotrice): considerazioni sulla configurazione operativa e finanziaria di tale soggetto sono irrilevanti. L'iniziativa, lo sviluppo del bene **devono essere valutati autonomamente** per potenzialità e rischi: infatti, qualora le prime prevalessero sui secondi, la stima si fonderebbe sulla possibilità che un ipotetico investitore (con caratteristiche anche difformi rispetto a quelle dell'originaria proprietà) acquisisca il bene e prosegua l'attività.

Un altro esempio. Se il potenziale investitore è una persona fisica "ordinaria", è probabile che sia abituato a percepire (e quindi considerare come metro di paragone) redditi al netto delle ritenute fiscali; analogamente, se trattasi di un investitore internazionale, le differenti fiscalità nei vari paesi non possono essere ignorate, per cui occorre scegliere un Beta che consideri simili disparità. Viceversa, se l'investitore potenziale è più presumibilmente identificabile con un gruppo societario nazionale, diviene preminente la redditività lorda, dato che il percettore potrebbe avere proprie politiche di gruppo per il riequilibrio delle imposte dirette.

Allorché si sviluppano previsioni su lassi temporali molto lunghi, alcuni studiosi adottano la formula del cosiddetto **"Beta di Blume"**, basato sulla teoria della "conservazione del valore" secondo cui, **nel lungo termine, avverrebbe una progressiva concentrazione dei beta intorno all'unità**. In merito occorre tuttavia avanzare alcune riflessioni.

L'incalzante nascita di nuovi settori e la continua evoluzione/rivoluzione dei comparti esistenti genera scossoni continui, che spesso, a medio termine, portano a un ampliamento dei differenziali tra i beta, anziché a una loro compressione. Inoltre, per lunga sia la durata dell'iniziativa allo studio, è indubbio che gli investitori attuali decidono in base a informazioni e sensibilità odierne, non a quelle che potrebbero esistere fra chissà quanti anni! Pertanto lo scrivente, pur non volendo contraddire la

scientificità del "Beta di Blume", si limita a osservare che tale teoria deriva da un'analisi "ex post" di oltre un secolo di andamenti borsistici, mentre la ricerca di un saggio di equivalenza finanziaria dovrebbe focalizzarsi sulle **aspettative prospettive odierne** degli investitori potenziali.

Più interessante sembra invece la segmentazione del "Beta" non solo in termini settoriali, ma anche per ulteriori caratteristiche (peraltro già menzionate nell'iniziale formula di "build up"), come ad esempio le dimensioni dell'impresa e il tempo. A tale proposito, si riporta **B.Fidanza, Le determinanti del rendimento delle attività rischiose, Morlacchi Editore, 2003:**

"I beta dei titoli più importanti mostrano una tendenza a diminuire man mano che aumenta l'intervallo di rilevazione, mentre i beta dei titoli minori mostrano la tendenza opposta."

Ciò implica che il rischio per la durata dell'investimento e quello per le limitate dimensioni dell'impresa determinano congiuntamente un effetto ancor più rilevante. Perciò, come conclude la stessa autrice:

"I beta stimati su brevi intervalli di osservazione sono sottostime del vero beta per i titoli minori."

ULTERIORI RISCHI

- **dimensioni dell'impresa**
- **caratteristiche finanziarie dell'impresa**
- **liquidità dell'investimento**

Per le piccole imprese (rispetto agli E.R.P. storici derivati dagli indici azionari) è invalsa l'abitudine di adottare un aumento del costo del capitale proprio, di solito di una quota fra il 4% e il 5%. Uno studio di *Duff & Phelps* ha individuato come, dal 1926 al 2016, negli U.S.A. il maggior rendimento conseguito dalle imprese più piccole sia stato pari a 3,76% (**A.Damodaran, ERP: determinants, estimation and implications, 2017, Stern School of Business, pag.50, tab.7**).

In merito anche **Ibbotson, Market Results for Stocks, Bonds, Bills and Inflation 1926–2010, Chicago Morningstar, 2011** evidenzia che nel periodo 1926/2010 le cosiddette "small caps" sul mercato azionario U.S.A. hanno conseguito un ritorno medio del 16,7% a fronte dell'11,9% delle grandi società, chiaramente a fronte di una volatilità ben più ampia (32,6% contro 20,4%). In questo lasso temporale il rendimento medio dei titoli governativi a lungo termine è stato del 5,9% contro il 3,7% dei Buoni Ordinari del Tesoro ("Treasury Bills").

Ciò ovviamente non significa che le piccole imprese siano più efficienti delle grandi, bensì che l'investitore è disposto a pagare meno le relative quote di capitale, paventando un maggior rischio e quindi pretendendo una maggiore redditività.

In merito alle interrelazioni esistenti fra dimensioni delle imprese e liquidità delle quote, si evidenzia **R.G.Ibbotson, Rethinking the Equity Risk Premium, CFA Institute, 2011**:

“Dato che i rendimenti obbligazionari sono noti, un titolo meno liquido fornisce un rendimento maggiore rispetto a un titolo simile, ma con migliore liquidità. Tale differenziale è il premio di liquidità e costituisce un altro elemento del metodo build-up. Immobiliare e private equity sono esempi di investimenti alternativi per cui gli investitori chiedono remunerazioni più elevate per compensare la maggiore difficoltà a liquidare le loro posizioni. Questi premi di liquidità non sono espressamente quantificabili, ma è generalmente accettato che una rilevante porzione del rendimento reso da queste tipologie di investimenti sia una ricompensa per tale mancanza di liquidità.”

Nel prosieguo, l'autore richiama un suo precedente lavoro, **Ibbotson, Zhiwu Chen, Wendy Hu, Liquidity as an Investment Style, Yale University, 2011**.

“Le differenze nella liquidità hanno un notevole impatto sui rendimenti, nonostante quasi tutti questi titoli fossero commercializzati quotidianamente. [...] vi è una rilevante differenza [premio] fra i rendimenti delle azioni più popolari, trattate in forma massiva, e quelli delle azioni meno note.”

Nell'opera menzionata, i tre studiosi hanno calcolato, dal 1972 al 2010, i rendimenti medi delle azioni U.S.A. ripartite in categorie che tenevano conto della loro liquidità e delle dimensioni societarie:

RENDIMENTI AZIONARI U.S.A. (1972/2010)		
	LIQUIDITA' delle AZIONI	
DIMENSIONI IMPRESA	FACILMENTE LIQUIDABILI	DIFFICILMENTE LIQUIDABILI
GRANDI	6,16%	12,49%
PICCOLE	9,87%	18,17%

FONTE: Ibbotson, Zhiwu Chen, Wendy Hu, Liquidity as an Investment Style, Yale University, 2011

Si noti che queste rilevazioni statistiche trattano solo **imprese quotate**: anche quelle definite “piccole”, pur avendo dimensioni molto inferiori alle “grandi”, restano di taglia ben più ampia rispetto a quelle che di solito siamo chiamati a valutare, le quali potrebbero dunque presentare **un rischio dimensionale ancora più grave**.

Focalizzandosi poi sugli immobili o sulle aziende strettamente legate al territorio, una delle principali problematiche connesse al fattore dimensionale si esplicita nell'**impossibile diversificazione sia geografica che tipologica**: mentre una società quotata deriva i suoi ricavi da un patrimonio articolato (immobiliare) o da una

pluralità di mercati (in differenti aree e/o con svariati generi di prodotti), il singolo investimento immobiliare o l'azienda dipendente dal territorio di appartenenza (attività ricettiva, commerciale, infrastrutturale, di servizi locali, etc.) non può fare affidamento su strategie di diversificazione, se non ipotizzando investimenti ulteriori in altre località (che ovviamente esulerebbero dalla valutazione in esame).

Questo problema è considerato attentamente da **Damodaran, Investment Valuation** che evidenzia per l'appunto come le società quotate abbiano di solito una maggiore diversificazione del rischio rispetto alla piccola/media impresa. Perciò suggerisce di misurare la correlazione fra l'attività dell'impresa in esame e quella dell'intero settore (cui il Beta si riferisce); dopo di che, determina lo specifico Beta aziendale (che Damodaran definisce "Beta totale") con una semplice divisione

Beta aziendale = Beta di settore : correlazione azienda/settore

Essendo l'indice di correlazione compreso fra 0 e 1, **il Beta aziendale sarà maggiore di quello settoriale** (ricependo il rischio derivante dalla minore diversificazione), tranne l'improbabile caso in cui l'attività aziendale sia talmente ampia da coprire l'intero settore, ossia da determinare una piena correlazione.

Per quanto invece riguarda il rischio connesso alla finanza aziendale, ma soprattutto alla liquidità delle quote, per una società immobiliare va stimata la **facilità di monetizzazione** del suo patrimonio: immobili caratterizzati da tipologia e ubicazione apprezzate sono più rapidamente vendibili; complessi edilizi frazionabili e alienabili separatamente, di norma, sono meglio liquidabili rispetto a strutture unitarie (centri commerciali, alberghi, parcheggi rotativi, cliniche o case di riposo, impianti industriali, sportivi, etc.). Infatti, nel caso di beni frazionabili, il singolo pacchetto di capitale potrebbe anche essere "liquidato" consegnando al socio che desidera cederlo un corrispondente numero di unità immobiliari, prospettiva che rende meno gravosa la sostanziale "non vendibilità" delle quote aziendali.

RISCHIO SPECIFICO "GAMMA"

L'ultimo addendo della formula "*build-up*" si riferisce alle specifiche caratteristiche dell'attività che si deve valutare. Si tratta cioè di stimare un maggiore (o minore) rischio aggiuntivo rispetto ad aziende o immobili caratterizzati da analogo settore, tipologia, ubicazione, dimensioni, struttura finanziaria, liquidità.

Qualora la valutazione inerisca immobili (e soprattutto sviluppi immobiliari), si evidenziano alcune precisazioni riportate nei relativi standard valutativi. Ad esempio, negli "**International Valuation Standards**" (IVS). In **IVS 233 "Investment property**

under construction" si legge che è necessario operare

"un'identificazione e, se possibile, quantificazione dei rischi associati al progetto, distinti fra quelli connessi alla generazione del reddito e quelli costruttivi."

In **Asset Standards C24** è scritto:

"Per stimare l'appropriato tasso occorre considerare fattori quali il livello dei tassi di interesse, la redditività attesa dagli operatori di mercato per investimenti simili e il rischio connesso all'acquisizione dei flussi di cassa."

E in **Valuation Applications G48** si precisa:

"L'appropriato tasso di attualizzazione riflette il rendimento che gli operatori di mercato chiederebbero per un investimento che generi flussi di cassa di entità, tempistica e rischiosità equivalenti a quanto si stima sia derivabile dall'immobile in esame."

Mentre le valutazioni aziendali si riferiscono per lo più a imprese a regime, contraddistinte da flussi finanziari ripetuti negli anni, l'analisi della realizzazione e gestione di un progetto necessita un approccio attento a individuare varie tipologie di rischio, con riferimento sia alla loro entità, sia alla cronologia del loro insorgere. In tal senso, ancor più specifico è il **"Red Book"** (edito dal R.I.C.S.), che presta attenzione alle caratteristiche progettuali per determinare il saggio di attualizzazione più adeguato a seconda della differente tipologia dei flussi di cassa. In **"Appendix to UKGN 6: Examples of the analysis of incentives"** recita:

"Differenti tassi di attualizzazione possono essere applicati per riflettere i differenti livelli di rischio delle varie parti dei flussi di cassa. Per esempio, i canoni dei contratti esistenti sono più sicuri di quelli che dipendono dalle future condizioni del mercato."

Quest'ultima indicazione apre le porte a un concetto piuttosto innovativo e assai raramente applicato: quando la stima inerisce l'evoluzione di un progetto nelle sue varie fasi, potrebbe risultare adeguata, anziché l'adozione di un unico saggio di attualizzazione, **la determinazione di differenti saggi a seconda di tali singole fasi**. Un simile approccio, infatti, riproduce più fedelmente la presunta variazione negli anni del valore dell'iniziativa in esame, a seconda dei periodi associati a un livello di rischio più o meno elevato. In merito, **Halatchev, An approach to variable discount rate modelling of open pit gold mine projects, 2007** scrive:

"Actually both the discount rate and the mining project risk should be variable due to the variable amount of uncertainty associated with the mining project"

e conseguentemente propone una formula per la determinazione di **un saggio di attualizzazione variabile nel corso degli anni**:

$r(t) = r_f + R_p(t) + R_c(t)$ dove

$r(t)$ = saggio di attualizzazione al tempo t (futuro)

rf = rendimento odierno di un investimento privo di rischio

Rp(t) = rischio del progetto al tempo t

Rc(t) = rischio paese ("country") al tempo t

In questo caso l'autore, avendo recepito il rendimento odierno dei titoli pubblici, modifica il saggio variabile anche in ragione delle previsioni sulla futura evoluzione del rischio paese: ciò può implicare un confronto fra i rendimenti dei titoli pubblici delle varie nazioni a breve, medio e lungo termine (vedasi in questa stessa "Libreria di P.R.E.G.I.A." l'articolo su "**Rischio paese e rischio d'impresa**").

E' essenziale che la determinazione del rischio specifico "*gamma*" **non includa tipologie di rischio già conteggiate autonomamente in precedenza**: ad esempio, aspetti dimensionali, di rigidità finanziaria o di non liquidità delle quote, se sono già stati oggetto di una specifica analisi che ha condotto a una modifica del saggio, non dovranno più essere considerati, e il "*gamma*" dovrà riferirsi alle sole differenze esistenti fra il bene in esame ed altri con analoghe caratteristiche dimensionali, finanziarie, di liquidità. E' quindi possibile che il rischio specifico non sia sempre maggiore rispetto a un livello "base", ma potrebbe risultare anche inferiore allo standard assunto a riferimento. Viceversa, se i tre fattori accennati non sono stati esaminati nei passi precedenti, gli stessi dovranno essere inseriti nel rischio specifico, che in tal caso comporterà quasi inevitabilmente un aggravio del tasso.

Quali elementi influenzano la stima di "*gamma*"?

Indubbiamente tutte le prerogative che differenziano il bene in questione dai suoi "comparabili". Ad esempio, per un'azienda sono importanti **la durevolezza di vantaggi e svantaggi competitivi** che oggi ne influenzano i risultati economici ma potrebbero variare in futuro. Analogamente, per un immobile può rivelarsi decisivo il rischio di deprezzamento, ossia di **obsolescenza** che, come noto, può essere:

- *tecnica*

alcuni elementi significativi (strutturali, impiantistici, di completamento) dell'immobile sono soggetti a grave deperimento nel breve/medio termine;

- *funzionale*

l'immobile, sebbene tecnologicamente adeguato, potrebbe non essere più idoneo a svolgere il compito per cui era stato progettato, ad esempio a causa dell'evoluzione tecnologica od operativa delle attività che dovrebbe ospitare;

- *economica*

la domanda per quel tipo di immobile, ancorché tecnologicamente valido e funzionalmente adeguato, minaccia di esaurirsi; il binomio "tipologia/ubicazione"

non è più rispondente alle esigenze del mercato;

- *giuridica*

possono esservi condizioni giuridiche che limitano la durata del bene o della sua utilizzazione; ciò avviene, ad esempio, nel caso di concessioni.

Sempre in campo immobiliare, **la tipologia edilizia e la destinazione d'uso** del bene sono un fattore importante, che, come noto, influenza anche la determinazione dei tassi di capitalizzazione: alcune tipologie, correlate all'ubicazione, determinano livelli di "*cap rate*" nettamente difforni da altri; è quindi corretto riprodurre tali differenziali anche nei saggi di equivalenza finanziaria.

Per complessi immobiliari a rischio di sfittanza e per gli sviluppi immobiliari si può configurare un **rischio dimensionale inverso** rispetto a quello esaminato in precedenza. Pagine addietro, si è osservato che una singola operazione risulta più rischiosa rispetto a un patrimonio immobiliare in quanto non diversificabile. A questo punto, però, è logico supporre che, fra due operazioni immobiliari (comunque non diversificabili), la più piccola incontri minori rischi di sfittanza o invenduto. Ovviamente, le dimensioni dell'iniziativa non vanno assunte "*tout court*", ma sono da confrontarsi con consistenza e vivacità del mercato di riferimento.

E' opportuno prendere coscienza che, nella determinazione del saggio di equivalenza finanziaria, **il rischio specifico "gamma" può assumere un peso preponderante**, dato che l'investitore potenziale, pur mantenendo riferimenti esogeni, sarà innanzitutto sensibile alle precise caratteristiche del bene in esame.

L'individuazione di tale rischio specifico, riferita distintamente alle valutazioni aziendali e a quelle immobiliari, è quindi essenziale e richiede approfondimenti metodologici, fino alla costruzione di veri e propri modelli estimativi che possono guidare l'esperto nella determinazione del rischio e nella quantificazione delle sue ripercussioni sul saggio di equivalenza finanziaria. Trattasi di materia complessa, che meriterà un successivo articolo *ad hoc*. Al momento, infatti, si preferisce lasciare queste pagine a un livello di inquadramento generale (come indicato nel titolo), certi di aver comunque tracciato uno schema di riferimento basilare per la definizione di saggi di attualizzazione oggettivi ed espressamente giustificati.