

EFFETTO “LEVA” E SAGGIO DI ATTUALIZZAZIONE

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

Quando si attualizzano flussi finanziari per valutare un bene (azienda o immobile), è opportuno utilizzare un saggio “unlevered” oppure “levered” (ossia che tenga conto di una quota di mezzi di terzi)?

E' un quesito tutt'altro che teorico, perché la risposta determina un saggio (e quindi un valore attuale del bene) completamente diverso.

L'articolo analizza i fondamenti delle due opzioni e, come sempre, è necessario riferirsi al più diffuso atteggiamento di mercato, ossia ai processi decisionali dei potenziali investitori attivi nello specifico segmento in esame.

Attenzione, però! Poiché è quasi impossibile che, negli anni, l'effettiva ripartizione tra mezzi propri e di terzi dei flussi finanziari (e relative remunerazioni) rispetti pedissequamente la “leva” prestabilita, bisogna prestare la massima attenzione all'utilizzo di saggi “levered”.

IL CONTESTO CONTESTATO

E' noto che per attualizzare i flussi di cassa nel metodo D.C.F.A. si adotta un saggio di **“equivalenza finanziaria”**, ossia quel tasso che rende tale investimento altrettanto valido quanto qualsiasi altro. In merito si veda, in questa stessa “Libreria di PR.E.G.I.A.”, l'articolo “Sul saggio di equivalenza finanziaria (attualizzazione): inquadramento generale” (di seguito “Sul saggio”).

Gli esperti sono divisi fra due posizioni nettamente contrapposte.

Da un lato, coloro che ritengono che la suddetta percentuale debba remunerare i flussi dell'operazione finanziaria come se fosse supportata esclusivamente da mezzi propri. L'eventuale capacità della proprietà di raccogliere mezzi di terzi rappresenta infatti un **“plus” di natura soggettiva**, che (qualora si concretizzi) andrà ad aumentare l'utile; ma, poiché **tale capacità non è insita nel bene**, non sarebbe corretto aumentare il valore dello stesso per un requisito che non gli è proprio. Inoltre, l'opportunità di privilegiare criteri prudenziali è un secondo argomento a conferma di questa opzione.

Sulla sponda opposta ci sono invece coloro che sostengono che tutte le attività (aziendali e/o immobiliari) sono sempre supportate dal credito, per cui gli investitori, quando si accingono all'acquisto, considerano l'effetto “leva” nelle loro simulazioni.

In altri termini, la capacità di attirare mezzi di terzi non sarebbe di natura soggettiva (ossia legata alla proprietà), bensì **oggettiva, caratteristica intrinseca del bene** che si sta valutando.

La scelta del valutatore verso una di queste due impostazioni è quanto mai rilevante e genera i contrasti più accesi soprattutto in sede giudiziaria, quando si confrontano interessi contrapposti e i rispettivi c.t.p. fanno a gara nell'individuare argomentazioni a tutela di un saggio "unlevered" (chi parteggia per un valore più basso) o "levered" (chi intende massimizzare la stima).

LA DETERMINAZIONE DEL W.A.C.C.

Come illustrato nel precedente articolo "Sul saggio", il tasso di equivalenza finanziaria per i mezzi propri viene determinato tramite il **modello C.A.P.M.** ("Capital Asset Pricing Model"), che esamina le singole componenti di rischio che caratterizzano il bene in esame e ne quantifica le relative percentuali di remunerazione.

Giunti al termine di questo processo, occorre decidere se adottare tale tasso "unlevered" come saggio di attualizzazione, o se considerare il cosiddetto effetto "leva". In questo secondo caso si calcola il **W.A.C.C.** ("Weighted Average Capital Cost", costo medio ponderato del denaro): il tasso di remunerazione dei mezzi propri e il costo dei finanziamenti bancari vengono mediati ponderando le rispettive percentuali di copertura del fabbisogno finanziario. E' dunque evidente che **il ricorso al W.A.C.C. non sostituisce il C.A.P.M.**, ma si colloca a valle di questo.

IL DIBATTITO

E' buona norma che la stima di un immobile a valori di mercato sia condotta in un'ottica "unlevered", ossia senza prevedere ricorso al credito e attribuendo l'intera esposizione finanziaria ai soli mezzi propri del promotore. Ciò è vero soprattutto per progetti complessi e di lungo periodo. Una conferma è fornita da **Tecnoborsa, Codice delle valutazioni immobiliari** che, al cap.9 punto 3.29, recita:

"Nella D.C.F.A. la ricerca del saggio di capitalizzazione si svolge nei termini del saggio di rendimento interno (T.I.R.) di flussi di cassa comparabili relativi a immobili rilevati nello stesso segmento di mercato dell'immobile da stimare o in segmenti di mercato simili."

Poiché il rendimento ottenuto dallo sviluppo di progetti simili (non essendo nota la composizione finanziaria dell'investimento) è **necessariamente "unlevered"**, questa

indicazione conferma come la teoria valutativa prescriva l'utilizzo di tali saggi, prescindendo da qualunque ipotesi creditizia.

Analogamente, **M.D'Amato, I.Anghel, Regressed DCF, real estate value, discount rate and risk premium estimation: a case in Bucharest**, Firenze University Press, 2011 mostrano come la valutazione di terreni edificabili in una città in forte espansione urbana possa ottenersi tramite il metodo D.C.F.A., il cui saggio di attualizzazione è derivato dall'analisi comparativa di operazioni di sviluppo immobiliare e conseguente costruzione di una funzione di regressione. Anche in questo caso la determinazione di tale saggio si riferisce all'intero fabbisogno finanziario dell'iniziativa, interpretandolo **in toto come capitale di rischio**.

Le considerazioni fin qui evidenziate riguardano valutazioni per le quali può essere importante assumere un'impostazione prudente: ad esempio, perché il bene rientra nell'attivo patrimoniale di un'impresa e il suo valore va iscritto a bilancio. Ma in altri casi (ad esempio nelle controversie giudiziarie, o per stabilire un prezzo di vendita), il saggio di equivalenza finanziaria deve essere neutro e oggettivo, scevro da eventuali atteggiamenti prudenziali. In queste situazioni è necessario comprendere **l'approccio che adotterebbe il più probabile investitore** nei confronti dell'operazione in esame. Se tale soggetto presumesse di trovare pieno supporto dal mercato creditizio, nei suoi conteggi adotterebbe un saggio parzialmente mitigato dalla quota di finanziamento bancario; in caso contrario, resterebbe ancorato alla sola remunerazione pretesa per i mezzi propri. Analogamente, gli I.V.S. 233, C11:

"I tassi di interesse appropriati dovrebbero riflettere quelli che, alla data della stima, sarebbero conseguibili sul mercato da un tipico acquirente della proprietà."

Su questo argomento è molto significativo l'approccio adottato da una delle maggiori banche europee specializzate nei finanziamenti alle imprese. Per tale banca, gli immobili aziendali costituiscono la garanzia reale che supporta il finanziamento: avendo sempre voluto evitare rischi di sopravvalutazione delle garanzie, il nucleo di valutazione ha definito procedure che applicassero saggi di attualizzazione "unlevered". Tuttavia, da qualche anno la banca ha parzialmente superato tale visione e adotta tassi "levered" (con leva 50%-50%) per tipologie edilizie e aziendali consolidate e compravendute con una certa frequenza (alberghi esistenti da anni in località turistiche affermate): i potenziali acquirenti di tali strutture, infatti, non hanno difficoltà a reperire finanziamenti bancari secondo il *D/E ratio* evidenziato e, quando approcciano l'acquisto, nelle loro analisi di convenienza economica tengono conto di tale opportunità. Pertanto, in queste circostanze,

l'istituto di credito ha deciso di abbandonare una prudenza eccessiva, che l'avrebbe tutelato più del necessario: la **disponibilità di un finanziamento bancario** è infatti una certezza recepita dal mercato quale **requisito intrinseco dell'immobile**, da considerarsi perciò nella sua stima.

TEORIA E REALTA'

L'adozione del W.A.C.C. comporta un problema che emerge allorché si passa dalla valutazione di un bene alla **verifica dei flussi finanziari attesi**. Non si tratta di una mera speculazione teorica, bensì di un problema pratico, emerso allorché un promotore immobiliare - dopo aver stimato il prezzo d'acquisto di un terreno edificabile tramite attualizzazione al W.A.C.C. - ha simulato lo sviluppo dell'operazione per controllare l'effettivo conseguimento della redditività prefissata.

Il metodo del D.C.F.A., infatti, considera flussi di cassa "unlevered" sia in uscita che in entrata; allorché una simulazione finanziaria distingue mezzi propri e di terzi, mantenere il *D/E ratio* prestabilito dal W.A.C.C. si rivela assai poco realistico.

Si consideri un esempio volutamente semplice. Un'operazione finanziaria presenta i seguenti flussi: -200 +100 +168.

La redditività dell'operazione è del 20%: infatti, capitalizzando i rendimenti, dopo un anno si avrebbe una situazione finanziaria complessiva di

$$-200 \times 1,20 = -240$$

Il flusso del secondo periodo (+100) va a ridurre tale debito da 240 a 140. Il terzo anno, perciò, l'esposizione sale a $-140 \times 1,20 = -168$, che corrisponde per l'appunto al flusso conclusivo.

Si ipotizzi che il rendimento dell'operazione (20%) scaturisca da un W.A.C.C. cui partecipano al 50% mezzi propri (remunerati al 30%) e di terzi (il cui costo è 10%). Adesso si scoprono gli effetti derivanti dalla ripartizione per fonte dei flussi finanziari. Nel primo anno si assume un'esatta suddivisione dell'esborso: 100 da mezzi propri e 100 da mezzi di terzi. Dopo di che...

Ipotesi A (privilegio ai mezzi di terzi)

L'incasso del secondo periodo viene interamente girato alla banca, che resta titolare di un credito pari all'interesse di un anno su 100, ossia 10. Capitalizzando tale interesse, nel terzo anno la banca deve incassare $10 \times 1,10 = 11$.

$$\text{Pertanto i flussi per il promotore diventano} \quad -100 \quad 0 \quad (168-11) = +157$$

Rendimento dei mezzi propri = 25,3%, nettamente inferiore al 30% prefissato, avendo restituito in anticipo i mezzi di terzi.

Ipotesi B (privilegio ai mezzi propri)

L'incasso del secondo periodo viene incamerato dal promotore. La banca vede aumentare il suo credito a $100 \times 1,10 = 110$. Capitalizzando l'interesse, nel terzo anno la banca deve incassare $110 \times 1,10 = 121$.

Pertanto i flussi per il promotore diventano $-100 \quad +100 \quad (168-121) = +47$

Rendimento dei mezzi propri = 35%, nettamente superiore al 30% prefissato, avendo trattenuto gli incassi in violazione alla "leva" prestabilita.

Ipotesi C (rispetto della "leva" percentuale)

L'incasso del secondo anno, nel rispetto del *D/E ratio*, viene equiripartito fra il promotore e la banca, la quale resta titolare di un credito pari a 50 più gli interessi del primo anno (10). Capitalizzando tale debito residuo di 60, la banca deve infine ricevere $60 \times 1,10 = 66$.

Pertanto i flussi per il promotore diventano $-100 \quad +50 \quad (168-66) = +102$

Rendimento dei mezzi propri = 29%, inferiore al 30% prefissato, in quanto il rispetto della "leva" percentuale è riferibile al fabbisogno finanziario e non anche ai rendimenti, mentre l'attualizzazione al W.A.C.C. considera un unico flusso, senza distinguere la restituzione dell'investimento e il conseguimento dell'utile.

Diventa dunque **impossibile** determinare, nel dettaglio previsionale dell'operazione, flussi di cassa del promotore che confermino la **redditività prefissata**. In un'iniziativa valutata recentemente tale redditività era prevista pari al 20%, ma crollava al 16,4% applicando il rigido rispetto del *D/E ratio*, mentre saliva leggermente (21,3%) posticipando a fine operazione la corresponsione degli interessi bancari (ipotesi chiaramente fuori dal contratto di finanziamento e pertanto non prefigurabile).

Per rimediare al problema (tanto più grave quanto più cresce il differenziale tra remunerazione dei mezzi propri e costo del denaro) si può costruire una **simulazione dettagliata dei flussi finanziari** e, tramite **interpolazioni successive**, determinare il costo di acquisto iniziale dell'immobile che permetta di raggiungere realmente il rendimento preteso. Nel caso in esame, tale costo oscilla da 4.990 a 5.750 k-Euro, attestandosi a 5.190 k-Euro, importo cui corrisponde la redditività del 20%.

Se invece, in fase di valutazione, non si intende arrivare a una simulazione così dettagliata, si può **adottare una "leva" percentuale un po' meno spinta**: di solito, una variazione del 5% dovrebbe bastare, ma per *D/E ratio* fortemente sbilanciati si consiglia di portare la correzione anche a 10 punti percentuali; si può cioè applicare un rapporto 45%-55% anziché 50%-50% e 65%-35% anziché 75%-25%.

CONCLUSIONI

Quando si deve scegliere il saggio per attualizzare i flussi di cassa di un'operazione, al di là delle varie posizioni teoriche esistenti, è necessario individuare **l'approccio prevalente fra gli operatori** di quel segmento di mercato. Soprattutto, è importante comprendere se la capacità di attrarre finanziamenti bancari (nonché la relativa quota e tasso) sia di natura **soggettiva**, ossia riconducibile alla figura del proprietario, oppure **oggettiva**, cioè una caratteristica intrinseca del bene (immobile o azienda) oggetto di valutazione.

Qualora si opti per l'adozione del W.A.C.C. (considerando dunque anche i mezzi di terzi), occorre prestare attenzione al fatto che il contratto di finanziamento impone il rigoroso **rispetto di un D/E ratio** che rende impossibile, nella realtà, riprodurre la simulazione sviluppata in fase valutativa, allorché l'attualizzazione si riferiva a un unico flusso di cassa netto, indipendente dalle fonti. Da ciò consegue una sopravvalutazione del bene.

Per rimediare al problema si possono condurre varie **simulazioni finanziarie dettagliate** (esplicitando i mezzi di terzi e i relativi interessi passivi, allo scopo di isolare i flussi dei soli mezzi propri): mediante **interpolazione lineare**, si giunge a determinare il costo d'acquisizione iniziale che permette l'effettivo rispetto della redditività pretesa dall'investitore. Tale costo rappresenta ovviamente il valore di mercato del bene in esame.

Più semplicisticamente, volendo limitare il procedimento di stima alla sola D.C.F.A. ed evitare comunque la sopravvalutazione di cui sopra, si suggerisce di adottare **una "leva finanziaria" leggermente più prudente** di quella solitamente conseguibile per quel genere di operazione.