

## Cinque consigli per calcolare il valore d'impresa con l'inflazione

di Mauro Bini\*

**C**hi si accinge a stimare valori o a interpretare prezzi di mercato di aziende o di singoli titoli azionari è consapevole che l'inflazione ha effetti pervasivi sui valori stessi. Di seguito, cinque consigli su come evitare di trascurare alcuni effetti non immediati.

In linea di principio le azioni dovrebbero offrire maggiore protezione dall'inflazione rispetto ad altri investimenti mobiliari (per esempio obbligazioni) per via del fatto che sono rappresentative di attività reali. Ma ciò vale solo se si considera l'inflazione come fenomeno a sé stante. Circostanza non verificata, atteso che dall'inizio dell'anno il Ftse Mib ha perso il 17%, perché alla maggiore inflazione si sono accompagnate aspettative di minore crescita del pil, di politica monetaria più restrittiva, eccetera. Molti prefigurano addirittura uno scenario di possibile stagflazione.

In questo contesto si riduce l'affidabilità del criterio valutativo più diffuso fra gli operatori di mercato finanziario, rappresentato dai multipli cosiddetti asset side (enterprise value / Ebitda eccetera). Le ragioni consistono da un lato nella ridotta comparabilità di imprese caratterizzate da diverso pricing power, dall'altro nel rialzo dei tassi di interesse e nelle difficoltà di rifinanziamento che rende rilevante oltre al livello del debito, il flusso di cassa disponibile agli azionisti.

Il primo consiglio consiste dunque nell'attribuire maggior peso ai criteri di valutazione assoluti (discounted cash flow o criteri reddituali) del tipo equity side, anziché ai criteri di valutazione relativi asset side.

L'inflazione, oltre a generare effetti diretti negativi (aumento dei costi, schiacciamento dei margini, incre-

mento delle spese in conto capitale...) generalmente catturati dal piano, comporta anche importanti effetti indiretti (modifica nei comportamenti dei clienti, maggiori rischi...) generalmente trascurati dal piano. Per esempio, se il portafoglio clienti è composto da piccole imprese, in genere meno di-

versificate e meno capitalizzate e quindi più esposte agli effetti negativi dell'inflazione, i rischi indiretti riguardano maggiori insolvenze, ritardi nei pagamenti, minore domanda. Il secondo consiglio consiste dunque nel considerare oltre agli effetti diretti dell'inflazione, anche gli effetti indi-

retti, attraverso adeguate contingen-  
cies nei flussi di risultato attesi.

Un ulteriore effetto negativo è rappresentato dalla incertezza relativa alla durata ed all'intensità dell'ondata inflattiva. Quindi, oltre all'inflazione attesa, occorre considerare anche l'inflazione inattesa. Molti centri di ricerca

all'1,5% (1,5% in Italia e 1,7% in Germania). Tuttavia, i tassi sui titoli di stato a 10 anni sono cresciuti in misura molto più consistente (si veda grafico). Ciò indica la presenza nei tassi di interesse di premi per il rischio di inflazione inattesa che non possono essere trascurati. Il terzo consiglio consiste allora nel non assumere meccanicamente l'incremento dei tassi di interesse quale variabile proxy dell'incremento del saggio di inflazione di lungo termine da riflettere nel saggio di crescita (g), ai fini del calcolo del valore terminale.

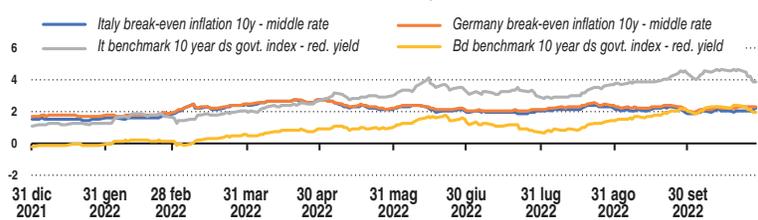
Le politiche monetarie adottate dalle diverse banche centrali hanno generato variazioni significative dei tassi di cambio. Spesso i piani aziendali considerano cambi costanti. Convertire flussi in valuta a un cambio costante e attualizzarli poi a un tasso di sconto in euro non equivale a scontare i flussi in valuta a un tasso in valuta e poi convertirne il valore attuale in euro al cambio corrente, non essendo rispettata la parità dei tassi di interesse. Il quarto consiglio consiste nell'evitare criteri che comportino valori di flussi in valuta diversi da quelli che si otterrebbero convertendo i valori attuali calcolati in valuta e convertiti in euro.

Infine occorre considerare gli effetti del nuovo contesto sulle condizioni di rifinanziamento delle linee di credito in essere, sulla politica dei dividendi, sul rischio di dover effettuare aumenti di capitale, con conseguenti effetti diluitivi. Il quinto ed ultimo consiglio consiste nel considerare nel costo del capitale il rischio finanziario connesso all'incremento dell'equity duration. (riproduzione riservata)

\*Ordinario di Finanza Aziendale  
all'Università Bocconi  
Presidente di Acb Valutazioni

### TASSI SUI TITOLI DI STATO E BREAK EVEN INFLATION A 10 ANNI

Italia e Germania - Valori percentuali



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

### Al debutto Acb Valutazioni

**A**l via la Acb Valutazioni, una nuova società dedicata alle valutazioni e alle attività ad esse complementari che unisce le competenze di Mauro Bini (ordinario di finanza aziendale nell'università Bocconi) con quelle dei titolari di 12 studi professionali di commercialisti con più di 30 anni di esperienza.

Acb Valutazioni intende colmare un vuoto di offerta nelle valutazioni di alta qualità da parte di soggetti indipendenti, coniugando competenze best in

class nel campo delle valutazioni, anni di esperienza nella soluzione di problemi societari complessi e l'energia imprenditoriale di una struttura societaria. Il modello di Acb valutazioni è già stato sviluppato con successo a livello internazionale, come Germania, Austria e Svizzera. L'assistenza di Acb Valutazioni riguarda tutti i percorsi di crescita esterna, di razionalizzazione della compagine azionaria, di cambio di governance, di vendita, di aumenti di capitale con rinuncia al diritto di opzione.

## Il principio di sussidiarietà ispiri anche la Vigilanza bancaria

di Angelo De Mattia

**L**a premier Giorgia Meloni, in occasione della missione a Bruxelles per gli incontri con i vertici delle istituzioni europee, ha sostenuto che la linea del governo è la difesa degli interessi nazionali, ma nella dimensione comunitaria. In precedenza, nella conversazione con Bruno Vespa per il libro ora in distribuzione, ha fatto riferimento, a proposito del modo in cui stare nell'Unione, al principio di sussidiarietà, in base a quale ciò che può essere fatto a livello inferiore-nazionale non va trasferito a livello superiore, cioè concentrato nelle istituzioni comunitarie. E' uno di pilastri dei Trattati di Roma che, però, finora ha trovato una riduttiva applicazione. Invece dovrebbe costituire una guida anche per la normativa e la Vigilanza bancaria, rivedendo la vigente ripartizione delle competenze tra il livello nazionale e quello europeo. A proposito del settore bancario, il governatore Ignazio Visco ha rilevato come gli istituti affrontino l'attuale difficile fase in condizioni migliori di quelle in cui dovettero fronteggiare la crisi finanziaria di dieci anni fa. Si riducono i crediti deteriorati; il rapporto tra il capitale di maggiore qualità e il totale della attività ponderate per il rischio rimane (pari al 14,8%) al di sopra i valori del 2019; nel primo semestre dell'anno in corso, il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve è salito al 9%; il credito bancario alle impre-

se ha continuato a crescere. I requisiti dei bilanci in ordine e del patrimonio adeguato, come presupposti perché le banche non facciano mancare il sostegno accorto all'economia, sono ora soddisfatti, secondo il direttore generale Luigi Federico Signorini che ha sottolineato i meriti di tutti i soggetti che hanno concorso al progresso delle condizioni del settore. Visco, però, ha richiamato l'esigenza di prestare attenzione all'aumento del rischio di credito, anche con il ricorso agli accantonamenti, mentre stime basate su scenari macro pubblicati dalla Banca d'Italia - ha precisato il governatore - segnalano che nel prossimo anno il flusso dei nuovi crediti deteriorati potrebbe crescere di molto. E qui viene l'indirizzo impartito: la Vigilanza si attende che le banche rivedano prontamente gli scenari utilizzati per la classificazione dei prestiti e riconoscano senza ritardi le perdite attese, soprattutto perché svalutazioni effettuate a fronte di un aumento prospettico delle probabilità di insolvenza dei debitori consentono di diluire l'impatto del deterioramento della qualità del credito. In sostanza vi è una certa soddisfazione per la complessiva condizione del settore, ma la si accompagna con una perentoria messa in guardia per le negative conseguenze del ral-

lentamento ciclico, maggiori per le imprese più esposte agli aumenti dei prezzi dell'energia. D'altro canto, lo stesso Visco poi ha però dichiarato che le prospettive per l'economia italiana non destano particolari preoccupazioni. Vedremo quali saranno le indicazioni che la Vigilanza della Bce darà nella materia dei crediti deteriorati. Molto dipenderà nell'area dell'euro dalla politica monetaria che sarà condotta nei prossimi mesi e dal tipo di imposizione della Vigilanza che tuttavia si continua assurdamente a considerare autonoma dalla manovra della moneta, come se fosse la mano destra che ignora ciò che fa la sinistra. In ogni caso, l'intervento del governatore si è concentrato sull'operatività delle banche e in chiave congiunturale. In questa stessa chiave il presidente dell'Abi, Antonio Patuelli, ha chiesto, come è stato riportato nel quotidiano *MF-Milano Finanza* del 4 novembre, che sia subito applicata la direttiva Ue sugli aiuti alle imprese, proprio per contrastare il rischio di aumento dei crediti deteriorati, e che ci si attivi perché dalla Commissione Ue sia dato urgentemente il via libera alle nuove moratorie dei prestiti. Sono misure necessarie per prevenire il formarsi di nuovi crediti deteriorati, non essendo del tutto sufficienti i

soli accantonamenti. Nel discorso del governatore non vi sono, invece, riferimenti alla struttura del sistema; la stessa vicenda del Montepaschi non è stata citata, ma ne ha parlato il titolare della maggioranza qualificata, il ministro dell'economia Giancarlo Giorgetti, il quale ha detto che in prospettiva il Monte sarà restituito al mercato. Autorevoli banchieri ritengono che la soluzione del caso Montepaschi sarà l'occasione per una riorganizzazione in diverse aree del settore. Qualche importante operazione è in attuazione - si pensi alla Bper di Piero Montani con l'aggregazione di Carige o, con un sicuramente diverso e minore rilievo, alla sistemazione della ex Popolare di Bari - ma il futuro del Monte potrà comportare una concentrazione che non sarà priva di collegamenti e di riflessi. La struttura del settore non può ritenersi estranea alle attribuzioni della Vigilanza, quasi che questa si debba concentrare solo su bilanci e patrimoni. Le stesse previste autorizzazioni alle concentrazioni presuppongono comunque una visione di sistema, che non è affatto dirigismo. Certo, confonde il quadro la divisione di competenze tra le Vigilanze nazionali e quella centrale. Ma ciò non può costituire un limite perché si possa avere un quadro conoscitivo e informativo di dove si sta, in questo campo, e di dove sarebbe opportuno che si andasse. (riproduzione riservata)