

ORGANIZZAZIONE STUDI E M&A

Il costo del capitale nella valutazione degli Studi di Commercialisti e Consulenti del Lavoro

di **Giangiaco Buzzoni di MpO & Partners**



Francesco Aldighetti, Commercialista, Circolo Tennis Scaligero, Verona. Lunedì ore 10:20.

“Ho deciso di cedere il mio studio professionale con MpO”

MpO è il partner autorevole, riservato e certificato nelle operazioni di cessione e aggregazione di studi professionali:

Commercialisti, Consulenti del lavoro, Avvocati, Dentisti e Farmacisti.

Come per qualsiasi operazione M&A, **la corretta determinazione del valore di cessione del capitale economico del target costituisce il fattore più importante** e questo vale anche quando il target non è costituito da un'azienda ma da uno Studio professionale. La sovrastima del target è infatti la prima causa di fallimento di un'operazione: non importa quanto il target sia performante, se il prezzo è troppo alto non ci sarà ritorno dell'investimento o sarà addirittura negativo. È evidente che, dall'altra parte, parte cedente vorrà massimizzare il valore del target. **Occorre quindi valutare con cura lo Studio in cessione, sia nell'interesse dell'acquirente che del cedente**, ma con quali metodologie?

Uno studio professionale è comunque un asset, che produce flussi di cassa, che ha prospettive di crescita e a cui è associabile un certo livello di rischio. **Può quindi essere valutato utilizzando le metodologie sviluppate nel contesto aziendale**: metodi basati sui flussi (di cassa o reddituali) o metodi basati su comparazioni con il mercato (multipli).

Nel caso del Commercialista o Consulente del Lavoro si possono escludere i metodi patrimoniali, sia puri che misti, in quanto normalmente non sono presenti rilevanti investimenti patrimoniali. Inoltre, in questo contesto professionale **i flussi di cassa in entrata sono facilmente e puntualmente determinabili** dato che i servizi offerti (contabilità, dichiarazioni, cedolini paga) sono ripetitivi sia negli importi sia nelle periodicità di incasso. **Anche i flussi di cassa in uscita sono relativamente semplici da prevedere**, in quanto i costi rilevanti sono pochi e prevedibili: lo staff, il software gestionale, il canone di locazione, le utenze.

La metodologia finanziaria risulta confacente ai fini della valutazione dello Studio del Commercialista o Consulente del lavoro. Secondo tale metodologia, il valore di un target è pari alla sommatoria dei flussi di cassa che si ipotizza esso sarà in grado di generare in futuro,

scontati ad un tasso rappresentativo del rischio del target stesso.

Tuttavia, pur essendo agevole la determinazione dei flussi di cassa, **permane la difficoltà di calcolo del tasso di attualizzazione, ovvero del costo del capitale**. Infatti, sia che si utilizzi un'ottica asset-side (per cui si ricorre al WACC), sia un'ottica equity-side (per cui si applica direttamente il Cost of Equity - K_e), sarà in ogni caso necessario determinare il costo del capitale K_e (il WACC è una media ponderata tra K_e e costo del debito al netto delle tasse).

La difficoltà di calcolo del k_e risiede nel fatto che **non è osservabile direttamente, ma deve essere determinato attraverso dei modelli logici**. Inoltre, **la stima stessa dei parametri da inserire in tali modelli è divenuta più complicata** a seguito della crisi finanziaria del 2007-2009 e delle politiche monetarie espansive, che hanno abbassato i tassi di rendimento dei titoli governativi a livelli più che inusuali. Quindi, in sintesi, **non si tratta di calcolare il k_e ma di stimarlo, anche attraverso approssimazioni**.

La prima scelta da compiere risiede nella **scelta del modello logico**. Il mondo accademico e quello professionale hanno infatti proposto **diversi modelli per la stima del costo del capitale, ma nessuno è stato universalmente accettato**. I principali modelli operano stimando il costo del capitale medio di tutto il mercato azionario, per poi aggiustarlo in base al rischio specifico del target che si sta valutando. **I modelli più consolidati sono il Capital Asset Pricing Model (CAPM), il modello a tre fattori di Fama e French (TFM) e l'Arbitrage Pricing Theory (APT)**.

Questi tre modelli si differenziano nella modalità con cui determinano questo aggiustamento per il rischio. Il CAPM definisce il rischio come sensibilità dei rendimenti del target rispetto ai rendimenti dell'intero mercato, mentre il TFM ai rendimenti di 3 diversi aggregati: l'intero mercato azionario, un portfolio basato sulla dimensione (società a bassa capitalizzazione sono più rischiose) e un portfolio basato sull'indice valore contabile/valore di mercato (società valutate poco rispetto al valore contabile sono più rischiose). L'APT prevede di calcolare n premi per il rischio per n fattori di rischio, ciascuno da moltiplicare per n coefficienti di sensibilità del target rispetto a questi rischi.

L'APT non spiega quali e quanti fattori considerare, né come calcolarli, ed è un modello prettamente teorico che non ha avuto diffusione nella prassi valutativa. Il TFM, basandosi esclusivamente su risultati empirici, non fornisce linee guida nella sua applicazione o nell'interpretazione dei risultati ed è più performante nel controllare per il rischio un dataset molto ampio di aziende che un singolo target. Il CAPM è invece basato su una solida teoria del rapporto tra rischio e rendimento ed è oggi il modello più diffuso. Pertanto, **in mancanza di modelli superiori, ad oggi, la scelta circa il modello logico dovrebbe ricadere sul CAPM**.

Definito il modello occorre stimarne i parametri. **La formula del CAPM comprende 3 parametri: 1) il tasso risk-free (r_f), ovvero il costo legato al solo decorrere del tempo senza alcun rischio, 2) il premio che in media gli investitori richiedono, in aggiunta al r_f , per investire in capitale di rischio, chiamato ERP (Equity Risk Premium), 3) un coefficiente che misuri il rischio specifico del target che si sta valutando (?):**

$$K_e = r_f + ERP \times \beta$$

Per stimare il ke di un target attraverso il modello del CAPM occorre quindi svolgere due step: **1) determinare il rendimento atteso di tutto il mercato (azionario) e 2) determinare il beta specifico del target** oggetto di valutazione. Come detto, le prime due componenti sono comuni a tutte le aziende, mentre il beta è specifico del target.

Il rendimento atteso del mercato non è osservabile, tanto che ogni giorno sui mercati azionari migliaia di investitori utilizzano tecniche e algoritmi per cercare di prevedere il futuro. **Occorre quindi stimarlo**, ed è possibile adottare due diversi approcci:

1. Un **approccio "storico"** per cui il **rendimento atteso nel lungo periodo è pari al rendimento medio osservato nel passato**. Qui l'approccio più corretto da utilizzare consiste nell'applicare all'attuale tasso risk-free l'ERP storico. In questo modo, al premio storico di lungo periodo si applicano gli attuali livelli di inflazione e tasso d'interesse attesi. Operativamente, per calcolare l'ERP medio, è preferibile utilizzare serie storiche dei rendimenti più lunghe possibili e utilizzare lo stimatore di Blume invece della media semplice o della media geometrica.
2. Un **approccio "inverso"** per cui il costo del capitale del mercato (quindi $r_f + ERP$, perché il beta del mercato è sempre pari a 1) è calcolato **utilizzando le formule che la teoria economica ci ha fornito per calcolare il valore di un target ponendo, in questo caso, come incognita il costo del capitale** invece del valore (che è pari al prezzo attuale delle azioni). Ad esempio:

$$Equity\ Value = \frac{Earnings \left(1 - \frac{g}{ROE}\right)}{K_e - g} \rightarrow K_e = \frac{Earnings \left(1 - \frac{g}{ROE}\right)}{Equity\ Value} + g$$

A seguito delle politiche monetarie espansive della BCE, gli attuali livelli dei tassi risk-free sono anomali, in quanto estremamente bassi. **È quindi preferibile impiegare come parametro del modello, non i livelli attuali ma quelli target di lungo periodo, che nel nostro caso sono prossimi al 2%**. Questo perché il tasso che viene determinato è utilizzato per scontare flussi di cassa che si verificheranno nel futuro (prossimi 3/5/7 anni).

Con massima approssimazione, e per dare un'idea della dimensione anche dell'ERP, si può indicare un livello, netto inflazione, storicamente posto nell'intorno del 5%.

Ottenuti r_f e ERP, occorre determinare il beta. Quest'ultimo è il parametro più complesso da **stimare**, tanto che nella pratica sono spesso imprecisi. Il suo calcolo avviene attraverso diversi step di seguito sintetizzati:

- Occorre **calcolare i beta di un campione di aziende operanti nel medesimo settore del**

target. Aziende nello stesso settore, infatti, hanno **medesimi profili di rischio operativo e pertanto dovrebbero avere beta operativi simili.**

- Per ciascuna azienda del campione si calcola il relativo beta operativo attraverso **un'analisi di regressione, che metta in relazione i rendimenti di ciascuna azienda con quelli del mercato.** Non potendo osservare i rendimenti (persino mensili) di società non quotate, si dovrà fare necessariamente riferimento ad un mercato borsistico. **In questa fase è importante utilizzare un indice di Borsa non locale, in quanto potrebbe essere pesantemente condizionato da un particolare settore (come avviene nel nostro FTSE MIB per il rilevante peso dei bancari).**
- Ottenuti i beta operativi delle aziende del campione è possibile effettuare il c.d. **beta smoothing, ovvero attenuare i beta avvicinandoli alla media del mercato.** Si tratta in sostanza di fare una media ponderata tra il beta calcolato e quello del mercato (sempre pari a 1). Questo viene fatto in quanto si è osservato che i beta tendono a regredire nel tempo verso la media.
- A questo punto i beta operativi devono tenere conto di un **secondo profilo di rischio, dato dalla leva finanziaria. Il beta non è infatti solo funzione del rischio operativo, ma anche del rischio finanziario.** Occorre quindi trasformare i beta operativi, che sono levered, in beta unlevered sulla base del rapporto Debito/Capitale di ciascuna azienda nel campione. Ci sono diversi modelli, alcuni in modo sintetico attribuiscono al beta del debito valori prossimi allo zero.
- È ora possibile **calcolare il beta operativo unlevered medio/mediano di settore e riportarlo nella sua versione levered considerando la leva finanziaria, questa volta, del target.**

Finora, **quanto detto vale per le grandi aziende, anche quotate, ma quando il target è uno studio di Commercialista o Consulente del Lavoro occorre applicare alcuni adattamenti,** innanzitutto per tenere conto della minore classe dimensionale: le grandi aziende hanno minori profili di rischio, in quanto hanno maggiori capacità di spesa per ricerca e sviluppo o pubblicità, sono diversificate, hanno maggiore capacità di assumere risorse umane più qualificate, hanno accesso al mercato dei capitali, sono managerializzate e dipendono meno da persone chiave. Normalmente **gli Studi di Commercialisti e Consulenti del Lavoro sono entità di piccole dimensioni e occorre quindi applicare una maggiorazione al Ke, chiamata Small Size Premium (SSP).** Di norma l'SSP è compreso in un intervallo tra 1% e 4% (Duff & Phelps) secondo la logica: minore la dimensione maggiore il premio.

Inoltre, nell'ambito professionale il cliente è legato da un **forte rapporto fiduciario con il Commercialista o Consulente del Lavoro,** fiducia che dipende tanto dalle sue competenze tecniche quanto dalle sue caratteristiche "umane". Infatti, **nell'M&A professionale non si verifica una cessione in senso stretto dello studio ma un'assunzione, da parte del professionista cedente, di una serie di obbligazioni positive di fare e negative di non fare, finalizzate alla canalizzazione della clientela.** Qualora l'adempimento di tale obbligazione di canalizzazione della clientela diventasse problematico (ad es. per cessione mortis causa, per impossibilità sopravvenuta della prestazione ecc.), **si determinerebbe incremento del rischio di perdita della clientela e quindi di instabilità dei flussi di cassa. In questo caso sarà necessario**

agire sul tasso incrementando il costo del capitale o agire sui flussi di cassa riducendoli. **Quanto appena detto vale anche con riferimento al concetto della continuità:** il rapporto fiduciario può essere sviluppato non solo verso il Dominus, ma ad esempio anche tramite i suoi dipendenti e collaboratori o il mantenimento della sede. Anche **modificare immediatamente l'organico e la sede dello studio a seguito della cessione porterebbe quindi ad un incremento del rischio di perdita della clientela e quindi di instabilità dei flussi di cassa. Anche in questo, in sede valutativa, si dovrà agire sul tasso incrementando il costo del capitale o agire sui flussi di cassa** riducendoli.

Infine, e questo riguarda non tanto il costo del capitale quanto i flussi, **il Dominus, oltre ad essere titolare dello Studio, svolge anche delle attività operative**, spesso rilevanti. Nelle aziende quotate di cui si sono misurati i rendimenti, gli azionisti non operano all'interno della società e c'è invece un management stipendiato, il quale influisce su redditività e flussi di cassa. Per tale ragione, poiché molti calcoli sono stati effettuati sulla base dei rendimenti di mercato, i flussi di cassa dovranno allo stesso modo essere calcolati facendo riferimento a condizioni di mercato e **occorrerà quindi considerare nei flussi in uscita dello studio anche il costo implicito del Dominus.**