

## ORGANIZZAZIONE STUDI E M&A

---

### ***La complessità delle valutazioni d'azienda aumenta di pari passo con inflazione e tassi d'interesse***

di **Giangiaco Buzzoni di MpO & Partners**



*"Interest rates are to asset prices like gravity is to the apple. They power everything in the economic universe."* - Warren Buffett.

(“I tassi di interesse stanno ai prezzi delle attività come la gravità sta alla mela. Sono il motore di tutto nell'universo economico”).

Circa due settimane fa, la Banca Centrale Europea ha attuato l'incremento dei tassi di riferimento più ampio mai praticato nella sua storia (75 pb). Anche altre importanti banche centrali si muovono nella stessa direzione, a partire dalla FED, e le prospettive future sono di aumentare ulteriormente i tassi di interesse perché l'inflazione seguita ad essere di gran lunga troppo elevata. **Dopo anni in cui ci siamo assuefatti ad una troppo bassa inflazione, il dato di agosto indica infatti un +9,1% per la zona Euro, e la politica monetaria si è trasformata da “accomodante” a “restrittiva”.**

Oggi di inflazione e tassi d'interesse se ne parla praticamente ovunque, proprio perché producono effetti su una molteplicità di soggetti e di comportamenti. Le valutazioni d'azienda non fanno eccezione.

In questo articolo ci si concentrerà sull'impatto che l'attuale contesto può avere sul processo valutativo e sul valore economico delle attività, imprenditoriali o professionali che siano. L'obiettivo è quello di **fornire una panoramica generale delle problematiche che oggi possono presentarsi ad un valutatore, senza pretesa di esaustività.**

Per introdurre il primo effetto di un incremento dei tassi sul valore delle attività economiche può essere utile riportare un'altra citazione del famoso investitore Warren Buffett: *"The value of every business, the value of a farm, the value of an apartment, the value of any economic asset is*

*100% sensitive to interest rates. The higher interest rates are, the less that present value is going to be*. ("Il valore di ogni attività, il valore di una fattoria, il valore di un appartamento, il valore di qualsiasi attività economica è sensibile al 100% ai tassi di interesse. Più alti sono i tassi di interesse, minore sarà il valore attuale.)

In sintesi, i tassi hanno un impatto sul valore di qualsiasi attività, a prescindere dalle sue caratteristiche uniche. Infatti, secondo i modelli valutativi oggi utilizzati in tutto il mondo:

- il valore di un'attività economica è pari al valore dei flussi di cassa che essa sarà in grado di generare nel futuro, scontati (ad oggi) ad un tasso rappresentativo del costo per il rischio e per il trascorrere del tempo;
- maggiore è il costo (reale) del capitale, minore sarà il valore attuale di questi flussi di cassa e, di conseguenza, anche il valore dell'attività che si sta valutando.

In questo senso, **l'incremento della BCE si ripercuote sul c.d. tasso risk-free, che è una componente del modello di calcolo del cost of equity oggi più utilizzato, il CAPM ( $K_e = r_f + ? \times ERP$ ).**

**Un aumento dei tassi attuato dalla BCE, tuttavia, non comporta automaticamente un incremento del tasso di sconto da utilizzare in sede valutativa.** È bene ricordare, infatti, che quando si valuta un'attività economica occorre utilizzare il tasso a lungo termine, proprio perché si attualizzano flussi anche molto lontani nel tempo (per scontare un flusso a 10 anni, infatti, si è soliti fare riferimento, ad esempio, al rendimento di un BTP piuttosto che di un BOT). Una banca centrale può modificare i tassi a breve ma sono le attese del mercato a muovere i tassi a lungo termine (la c.d. curva dei rendimenti).

**Quindi, prima di modificare i propri modelli, occorrerà verificare se e quanto l'incremento dei tassi attuato dalla BCE, e forse ancor di più la sua comunicazione, hanno impattato effettivamente sui tassi a lungo termine. Ma non solo, occorrerà anche giudicare criticamente se il tasso a lungo termine espresso dal mercato può essere ritenuto ragionevole ai fini di una valutazione d'azienda.** In periodi di elevata volatilità, come quello che stiamo vivendo, anche il tasso a lungo termine può cambiare repentinamente, con oscillazioni rilevanti sulle stime finali di valore.

Per dare consistenza a quanto detto, nella seguente tabella si riporta, ad esempio, l'andamento del tasso a lungo termine dei titoli di stato italiani negli ultimi 12 mesi (il dato è fornito dalla BCE, ed è consultabile anche per tutti gli altri Stati Membri sul sito [ecb.europa.eu](http://ecb.europa.eu)):

Il tasso è notevolmente cresciuto nel corso di un solo anno, quindi sicuramente gli incrementi e la comunicazione della BCE hanno avuto un effetto sulle attese degli operatori e sui tassi a lungo termine. Come anticipato, tuttavia, occorrerà giudicare tale tasso prima di applicarlo in sede di stima.

**L'incremento dei tassi ha poi un secondo effetto, rappresentato dal conseguente incremento del costo dell'indebitamento. Un maggiore costo del debito ha l'effetto di ridurre i flussi di cassa a causa della ...**

[CONTINUA A LEGGERE...](#)