

INTERVENTO

Private equity e investimenti: non basta guardare all'Ebitda

di **Fabio Sattin***

Ebitda. Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization. Sembra quasi il rituale di una formula magica. E per certi versi negli ultimi anni lo è diventato. Nella ricerca di una sempre più spinta semplificazione di meccanismi e processi volta ad accelerare e rendere apparentemente più agevoli e comprensibili le operazioni finanziarie aventi come oggetto il capitale di rischio, incluse ovviamente quelle di private equity, c'è sempre stato un significativo ostacolo: quello della determinazione del valore dell'azienda. Tema, lo capirebbe chiunque, complesso e molto articolato. Tant'è che centinaia di libri sono stati scritti su questo argomento, numerosi gli approcci a volte taloro contrastanti, mutevoli nel tempo e che spesso portano a risultati estremamente diversi pur nell'ambito di metodologie "scientificamente" accreditate e formalmente ineccepibili.

Ma ecco arrivare la formula magica. Basta prendere un numero di bilancio facilmente reperibile e calcolabile, moltiplicarlo per un altro numero (il moltiplicatore settoriale) anche questo abbastanza facile da ottenere, almeno in via approssimata, togliere l'indebitamento (o perlomeno, quella parte dell'indebitamento che si vede dal bilancio, altrimenti anche qui, il calcolo sarebbe ben più complesso) e voilà: la valutazione è fatta! In pochi minuti, ecco sintetizzate in un numero: anni di storia della società; prospettive future; investimenti; brevetti; know how; qualità del management; esperienza e creatività imprenditoriale, iniziative di diversificazione e di internazionalizzazione; immagine e reputazione; e molto altro. Un valore chiaro, semplice da calcolare, paragonabile, e soprattutto, che consente a tutti i possessori di una calcolatrice (una

c'è anche chi riesce a fare a mente questo semplice calcolo) di diventare "maestri valutatori" e quindi gettarsi a pieno titolo nell'arena degli investimenti nel capitale di rischio con vari ruoli: operatori di private equity, finanziatori, investitori, speculatori, banche, consulenti ed esperti di ogni genere.

In effetti, la "logica" (o moda) dell'Ebitda ha senza dubbio dato molta disciplina e rigore alla gestione aziendale e l'attenzione a volte spasmodica su tale fondamentale parametro ha certamente portato grandi vantaggi in termini di chiarezza sugli obiettivi aziendali e sull'orientamento dell'azione imprenditoriale e

IL RISCHIO

Il parametro è utile, ma non è sufficiente per determinare il giusto valore di un'azienda

manageriale. E molti vantaggi li ha anche dati in termini di trasparenza con il mercato e con il mondo finanziario, sistema bancario e borsa in primis. Ma è altrettanto evidente che sintetizzare tutta la vita e soprattutto le prospettive di una società in tale unico parametro, in particolare se calcolato su base storica, può essere estremamente pericoloso e le conseguenze a volte anche drammatiche. È noto che la decisione di investimento più rischiosa è sempre quella di investire sul passato: ed oggi questa massima vale più che mai! Intendiamoci. L'Ebitda è, e rimane, un indicatore fondamentale ed importantissimo dell'andamento aziendale, probabilmente il più importante in situazioni di stabilità economica e di normale corso del business, ma certamente non l'unico. E in momenti storici come quelli che stiamo vivendo, carat-

terizzati da alta turbolenza, significativa discontinuità e conseguente scarsissima visibilità, perde gran parte della sua efficacia interpretativa della realtà aziendale, in particolare per quanto riguarda le prospettive future, e quindi, come indicatore principe (o unico) nella definizione del valore. Dobbiamo allora stare tutti molto attenti a non farci fuorviare o influenzare troppo da tale parametro, anche se comunemente accettato e da tutti utilizzato universalmente quasi come un dogma. In un momento in cui si sono drammaticamente spezzate mille certezze e la teoria economica e finanziaria ha mostrato i limiti di una eccessiva superficialità e standardizzazione di azioni e comportamenti, l'unica cosa a cui forse possiamo appigliarci, per quanto banale e superficiale possa apparire tale affermazione, è il buon senso e l'esperienza, quella vera, maturata negli anni e sul campo. Non si abbia quindi timore a mettere in discussione anche quanto sembra apparentemente indiscutibile. E si valutino le aziende in modo approfondito, con autonomia ed onestà intellettuale cercando, per quanto possibile, di capirne le mille sfaccettature e soprattutto di coglierne quegli elementi, se ce ne sono, che consentiranno loro di superare questi difficili momenti e di avere un futuro e quindi un valore effettivo e non solo sulla carta. In Italia di aziende che hanno queste caratteristiche ce ne sono. Forse anche più che in altri Paesi. Ma bisogna scavarle, capirle e possibilmente valorizzarle ed aiutarle. Cerchiamo allora di cogliere al meglio la lezione che ci viene da questa difficile congiuntura per rifondare su basi più solide e durature il futuro sviluppo dove il private equity, quello fatto bene con logica industriale e di sviluppo, avrà ancora molto da dire.

fabio.sattin@uniroma2.it

* *Università del Tor Vergata, Roma*