

LA QUANTIFICAZIONE DEL DANNO ANTITRUST NEI CASI DI CARTELLO

CRITERI E METODI PER LA DETERMINAZIONE DEL CORRETTO TASSO DI INTERESSE

SILVANO CORBELLÀ

Il lucro cessante e gli effetti della svalutazione monetaria: «un problema di tassi»

Guida Pratica, § 1: il risarcimento del danno «*non copre soltanto il danno realmente subito (damnum emergens), ma anche il mancato guadagno (lucrum cessans) e il pagamento degli interessi*».

Guida Pratica, § 20: Ai fini della quantificazione del danno «*dovranno considerarsi anche gli interessi. Il riconoscimento degli interessi è una componente fondamentale del risarcimento. Come sottolineato dalla Corte di giustizia, il pieno risarcimento per il danno subito deve includere l'indennizzo per gli effetti negativi risultanti dal lasso di tempo intercorso dal verificarsi del danno causato dall'infrazione. Tra questi effetti rientrano la svalutazione monetaria e la perdita della possibilità per il soggetto danneggiato di poter disporre dei capitali*».

A fini di sistematizzazione, giova precisare che l'esigenza di calcolare il lucro cessante si può porre in un duplice profilo: i) il profilo del calcolo del risarcimento, per effetto della perdita di flussi di risultato di business che non sono stati conseguiti in ragione dell'inadempimento/infrazione; ii) il profilo del calcolo del rendimento del risarcimento, per effetto della perdita della possibilità di far fruttare le risorse monetarie oggetto di risarcimento, se fossero state pagate subito.

Il lucro cessante e gli effetti della svalutazione monetaria: «un problema di tassi»

Principi generali

Con riguardo agli effetti i) della svalutazione monetaria e ii) della perdita della possibilità per il soggetto danneggiato di poter disporre dei capitali, la **Sentenza n. 1712/1995 della Corte di Cassazione a Sezioni Unite** ha stabilito alcuni principi generali.

- Gli **effetti della svalutazione monetaria tra il momento dell'evento dannoso e il momento successivo della liquidazione del danno sono addebitati all'obbligato** affinché il danno liquidato sia equivalente al danno patito in termini di potere di acquisto. È dunque necessario procedere alla rivalutazione monetaria del danno.
- Il danno rivalutato di cui al punto precedente risarcisce il danno emergente, ma non anche il danno subito per **il ritardo con il quale il danneggiato ottiene la disponibilità della somma da liquidare a titolo di risarcimento del danno (i.e. il lucro cessante)**.
- Il **danno per lucro cessante** – precisa la Sentenza – «*deve essere **allegato e provato**, con tutti i mezzi, anche presuntivi e mediante l'utilizzo di criteri equitativi ... il lucro cessante (costituito dalla **perdita della possibilità di far fruttare la somma, se fosse stata pagata subito**) si può liquidare sotto la forma di **interessi, ad un tasso che non è necessariamente quello legale**», ma può essere stabilito «*valutando tutte le circostanze obiettive e soggettive inerenti alla prova del pregiudizio subito per il mancato godimento*», nel tempo, della somma da liquidare a titolo di risarcimento.*
- «*Se il giudice*» – prosegue la Sentenza – «*adotta, come criterio di risarcimento del danno da ritardato adempimento, quello degli interessi, fissandone il tasso ... è consentito ... **calcolare gli interessi con riferimento ai singoli momenti (da determinarsi in concreto secondo le circostanze del caso) con riguardo ai quali la somma ... si incrementa nominalmente, in base agli indici prescelti di rivalutazione monetaria***». Il tasso di interesse è dunque applicato sulle somme via via rivalutate, ad es. annualmente.

Il lucro cessante e gli effetti della svalutazione monetaria: «un problema di tassi»

La quantificazione del danno antitrust

Con specifico riguardo alla quantificazione del danno antitrust:

- ai fini della rivalutazione monetaria la prassi di norma impiega l'indice Istat dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati disponibile sul sito www.istat.it;
- ai fini della stima del lucro cessante, sussistono orientamenti giurisprudenziali discordanti in merito al tasso da impiegare per il calcolo degli interessi (tasso di interesse legale VS WACC).

Il lucro cessante e gli effetti della svalutazione monetaria: «un problema di tassi»

Sentenza n. 212/2026 del Tribunale di Milano nella causa civile di I grado Autotrasporti Beltrambini (e altri) contro Iveco (e altri)

(Cartello nel mercato degli autocarri)

*«Come noto, il risarcimento deve essere "integrale", comprendendo anche la corresponsione degli interessi e la rivalutazione monetaria In mancanza di allegazione e prova di interessi in misura diversa, sul danno, consistente nel sovrapprezzo ... **sono dovuti gli interessi in misura legale** con decorrenza dalla data di acquisto degli autocarri Va inoltre riconosciuta la rivalutazione monetaria da calcolare secondo i criteri stabiliti da Cass. SS. UU. 1712/1995 e quindi, sempre con la suddetta decorrenza dalla data di acquisto degli autocarri, applicando gli interessi nella suddetta misura legale sul capitale rivalutato anno per anno.*

...

***Il riferimento svolto dalle parti attrici al metodo WACC appare improprio** Le attrici ..., nel corso della CTU, hanno chiesto che fosse riconosciuto il tasso WACC quale "costo/rendimento del capitale che un'azienda avrebbe ragionevolmente ottenuto se avesse potuto disporre dei capitali persi reinvestendoli nelle proprie attività", senza aver allegato che il proprio rendimento atteso dalle somme da liquidare, a titolo di risarcimento del danno, fosse pari al WACC ... e il conseguente danno derivante dalla perdita di opportunità di investimento con rendimento atteso pari al WACC medesimo. È appena il caso di ricordare che il maggior danno ex art. 1224 c.c. esige una prova precisa, ancorché basata su presunzioni, purché gravi, precise e concordanti».*

Il lucro cessante e gli effetti della svalutazione monetaria: «un problema di tassi»

Sentenza n. 3914/2023 del Tribunale di Milano nella causa civile di I grado Zecca Prefabbricati (e altri) contro Radaelli Tecna (e altri)

(Cartello nel mercato dell'acciaio per cemento armato precompresso)

«Il CTU ha formulato ipotesi di determinazione del danno subito ... dalle due società attrici. Il CTU ha provveduto a fornire calcoli ed elaborazioni, partendo dalla considerazione del danno non attualizzato – calcolato come prodotto fra il costo annuo sostenuto dalle società attrici e la percentuale di sovrapprezzo – ed ha poi proceduto a moltiplicare tale valore per il fattore di capitalizzazione calcolato con riferimento sia al "Costo del capitale – WACC" che al "Tasso legale".

...

Ritiene ... il Collegio di considerare positivamente ... la scelta del tasso di attualizzazione/capitalizzazione privilegiata dal CTU che ha utilizzato a tal fine il costo opportunità, o WACC (weighted average cost of capital), considerando cioè il costo/rendimento del capitale che un'azienda avrebbe ragionevolmente ottenuto se avesse potuto disporre dei capitali "persi" reinvestendoli nelle proprie attività operative».

Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

Definizione

Il costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital - “**WACC**”) rappresenta il tasso di rendimento medio ponderato del capitale investito di un’azienda, tenuto conto della composizione, in termini di capitale proprio e di debito, dei mezzi finanziari reperiti a copertura dei fabbisogni.

Sul piano numerico, il WACC viene determinato come la media ponderata del costo delle fonti di finanziamento di un’impresa, cioè del costo del capitale proprio («**ke**») e del costo del capitale di debito («**kd**»). Ai fini del calcolo, i pesi sono costituiti dall’incidenza delle singole fonti di finanziamento – «**E**» (equity, capitale proprio) e «**D**» (capitale di debito) – sul capitale totale investito.

La formula di calcolo del WACC è la seguente:

$$WACC = k_e \times \frac{E}{(D + E)} + k_d \times (1 - t) \times \frac{D}{(D + E)}$$

dove:

- **ke** è il costo del capitale proprio;
- **kd** è il costo del capitale di debito;
- **E/(D+E)** e **D/(D+E)** rappresentano, rispettivamente, i “pesi” del capitale proprio e del capitale di debito sul totale delle fonti di finanziamento;
- **t** esprime l’aliquota di deducibilità fiscale degli interessi passivi.

Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

Il costo del capitale proprio (Ke)

Il costo del capitale proprio («ke») riflette la remunerazione normale del capitale azionario attesa per impieghi aventi livello di rischio assimilabile a quello dell'azienda considerata.

Il ke secondo l'approccio del CAPM viene calcolato in base alla seguente formula:

$$k_e = r_f + \beta \times \underbrace{(r_m - r_f)}_{ERP}$$

dove:

- **rf (risk free rate)**: rendimento di un investimento privo di rischio;
- **β (beta)**: coefficiente che misura il rischio sistematico;
- **(r_m - r_f)**: premio per il rischio di mercato (equity risk premium – «ERP»); rappresenta il premio per il rischio tipico degli investimenti azionari.

Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

Risk free rate

Il tasso privo di rischio («**risk free rate**») riflette il rendimento di un investimento rischio pressoché nullo.

Nella pratica, si fa riferimento ai rendimenti dei titoli di stato a lunga scadenza (solitamente 10 anni). Il rendimento considerato ai fini della costruzione del costo del capitale proprio può essere puntuale rispetto alla data di attualizzazione o può essere calcolato come media storica delle rilevazioni giornaliere dei rendimenti registrati in un periodo temporale ritenuto idoneo (ad. es: 3 mesi, 6 mesi o 1 anno). Tale ultima scelta permette di ottenere un dato che «stempera» l'effetto della volatilità dei titoli, che potrebbero rendere meno significativa una rilevazione ad una data puntuale.

Equity Risk Premium

L'**ERP** esprime il maggior rendimento richiesto dagli investitori da un investimento in titoli azionari rispetto ad un investimento in titoli privi di rischio.

Nella pratica, il dato relativo all'ERP è fornito da data provider a pagamento (i.e. FactSet, Bloomberg, ecc.) o da fonti consultabili in maniera gratuita. Tra queste ultime, le più utilizzate sono rappresentate dal sito del prof. Aswath Damodaran (NY University) e le pubblicazioni del prof. Pablo Fernandez.

N.B.: la scelta dei parametri ai quali ancorare il valore del risk free rate e dell'ERP deve essere coerente. Uno dei principali errori commessi nella scelta dei parametri è rappresentato dalla duplicazione del c.d. «rischio paese», il cui impatto non può influenzare allo stesso modo il risk free rate e l'ERP. È necessario dunque, prima della selezione del parametro, verificare come esso sia stato elaborato, al fine di evitare una sopravvalutazione o sottovalutazione delle voci alle quali il tasso di attualizzazione viene applicato.

Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

Beta

Il coefficiente *beta* rappresenta il rischio sistematico al quale è esposta l'entità i cui flussi sono oggetto di attualizzazione. In altri termini, il *beta* misura la sensibilità dell'andamento di un titolo azionario rispetto all'andamento complessivo del mercato.

I beta vengono calcolati mediante indicizzazione al *beta* di mercato di riferimento, che dunque è pari a 1. Se il beta di un titolo azionario è maggiore di 1 significa che il titolo in oggetto è più volatile del mercato e dunque più rischioso. Al contrario, quando il beta di un titolo azionario risulta inferiore ad 1 si è di fronte ad una volatilità inferiore rispetto all'andamento del mercato, a significare una minore rischiosità del titolo rispetto al livello complessivo del mercato.

Dal punto di vista quantitativo, il costo del capitale proprio, a parità di altre condizioni, risulta tanto più elevato quanto più è elevato il beta di un titolo azionario.

Nella pratica, i *data provider* calcolano i coefficienti *beta* dei titoli azionari quotati ed è possibile ottenere dati in relazione ad intervalli temporali diversi, nonché in riferimento a diverse modalità di rilevazione (giornaliere, settimanali, mensili, ecc.).

Ne deriva che, nel caso in cui l'entità cui si riferisce il tasso di attualizzazione sia quotata sui mercati finanziari, sarà possibile derivarne il coefficiente *beta* mediante la consultazione dei *data provider* con riferimento a tale specifico titolo azionario (escludendo l'alternativa del calcolo autonomo del *beta*).

Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

Beta (segue)

Qualora invece si stesse facendo riferimento ad entità non quotate, è opportuno far riferimento ai coefficienti *beta* espressi da un campione di società quotate comparabili. La comparabilità è da ricercare in fattori quali il settore di riferimento e l'area geografica di operatività.

Individuato il set di società comparabili, al fine di ottenere il beta da utilizzare nel calcolo del WACC, occorre, nell'ordine:

- (i) ottenere i beta delle società comparabili per l'orizzonte temporale desiderato;
- (ii) ottenere i dati relativi alla struttura finanziaria delle società comparabili, quali capitalizzazione di mercato («E») e Debito («D»);
- (iii) «de-levereggiare» i beta delle società comparabili mediante la formula di Hamada, al fine di ottenere i beta «unlevered» ($\beta_U = \beta_L / [1 + \frac{D}{E} (1 - t)]$);
- (iv) calcolare il beta unlevered medio o mediano del campione di società comparabili;
- (v) «ri-levereggiare» il beta unlevered medio o mediano del campione per la struttura finanziaria della società di riferimento o per per la struttura finanziaria media o mediana del campione stesso, mediante la formula di Hamada ($\beta_L = \beta_U \times [1 + \frac{D}{E} (1 - t)]$), al fine di ottenere il beta «levered» da utilizzare nel WACC.

Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

Il costo del capitale di debito («Kd»)

Il costo del capitale di debito («Kd») misura l'onere sostenuto dall'impresa per l'acquisizione di risorse finanziarie sottoforma di capitale di credito. Il Kd è influenzato dai seguenti fattori:

- (i) l'andamento dei tassi d'interesse;
- (ii) Il rischio di credito dell'entità i cui flussi sono oggetto di attualizzazione.

Il costo del debito da utilizzare nel calcolo del WACC può essere quantificato mediante l'osservazione delle condizioni effettivamente applicate dal sistema finanziario all'entità di riferimento o mediante l'osservazione dei dati di mercato relativi ad entità con rischio di credito simile.

Nel primo caso, si può far riferimento allo *yield to maturity* delle obbligazioni emesse dall'entità i cui flussi sono oggetto di attualizzazione o, qualora non ve ne fossero, al tasso d'interesse applicato dagli istituti finanziari sul debito di medio-lungo periodo.

Nel secondo caso, la soluzione più diffusa è la determinazione del costo del debito come somma dei tassi privi di rischio a medio-lungo termine e il *default spread* che misura il rischio di credito.

Il *default spread* è derivabile dal rating associato all'entità i cui flussi sono oggetto di attualizzazione. Qualora non fosse direttamente disponibile il rating dell'entità in parola, questo può essere determinato sulla base di vari modelli di credit scoring.

Uno dei modelli più utilizzati, per immediatezza e semplicità di calcolo, è quello proposto da Damodaran, che lega il rating alla misura dell'indice di copertura degli oneri finanziari di una società («ICR» = EBIT/Oneri finanziari netti).

Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

Il costo del capitale di debito («Kd») – Rating e Spread Damodaran 2026

For large non-financial service firms

If interest coverage ratio is			
>	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0.199999	D2/D	19.00%
0.2	0.649999	C2/C	16.00%
0.65	0.799999	Ca2/CC	12.61%
0.8	1.249999	Caa/CCC	8.85%
1.25	1.499999	B3/B-	5.09%
1.5	1.749999	B2/B	3.21%
1.75	1.999999	B1/B+	2.75%
2	2.249999	Ba2/BB	1.84%
2.25	2.49999	Ba1/BB+	1.38%
2.5	2.999999	Baa2/BBB	1.11%
3	4.249999	A3/A-	0.89%
4.25	5.499999	A2/A	0.78%
5.5	6.499999	A1/A+	0.70%
6.5	8.499999	Aa2/AA	0.55%
8.50	100000	Aaa/AAA	0.40%

Una volta ottenuto il rating della società di riferimento, è possibile determinare il costo del capitale di debito sommando al tasso privo di rischio lo *spread* corrispondente alla classe di rating individuata.

In alternativa, si potrebbe procedere ad un'analisi dei rendimenti di indici obbligazionari della medesima classe di rating della società i cui flussi sono oggetto di attualizzazione. Anche in tal caso, per quantificare il costo del capitale di debito, lo *spread* medio o mediano, individuato effettuando la differenza fra il rendimento dell'indice e il rendimento del tasso privo di rischio di analoga scadenza, viene sommato al tasso privo di rischio. Qualora si utilizzasse tale metodologia è importante definire in modo accurato i criteri di selezione degli indici obbligazionari comparabili (quali area geografica, valuta, scadenza, periodo storico, ecc.)

Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

Il debito («D») e l'Equity («E»)

Ai fini della stima del D/E da applicare nel calcolo del WACC, si registrano principalmente due approcci: i) considerare una struttura finanziaria obiettivo della società i cui flussi sono oggetto di attualizzazione, cioè quella cui razionalmente l'impresa dovrebbe tendere in futuro, espressa a valori correnti (è da evitare, dunque, il calcolo sulla base dei valori contabili); ii) considerare la struttura effettiva della società in esame, sempre espressa a valori correnti.

Nel caso in cui la società di riferimento sia quotata, l'entità del debito netto («D») corrisponde al valore di mercato del debito, mentre il parametro «E» corrisponde alla capitalizzazione di mercato della società stessa (puntuale o media rispetto ad un dato intervallo temporale). Nella prassi, per quanto riguarda il parametro D, si fa riferimento ai dati riscontrabili nelle più recenti situazioni patrimoniali della società rispetto alla data di attualizzazione.

Per quanto riguarda le società non quotate, posta l'assenza di indicazioni dirette di mercato sul valore dell'Equity della società, il rapporto D/E da applicare nella quantificazione del costo del capitale proprio può essere parametrato al valore medio o mediano di un campione di società comparabili. In alternativa, in caso di valutazione d'azienda, è possibile i) utilizzare lo stesso equity value risultante dal metodo di valutazione adottato, sulla base di un approccio di calcolo iterativo; ii) utilizzare un metodo valutativo tendenzialmente rapido (ad esempio, tramite il calcolo di un multiplo) per giungere ad una grandezza «E» sufficientemente significativa per la determinazione del rapporto ricercato.

Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

La considerazione di ulteriori componenti di rischio specifiche nel calcolo del WACC

Nel calcolo del WACC è diffusa la rappresentazione di componenti di rischio specifiche dell'entità i cui flussi sono oggetto di attualizzazione.

Tali componenti specifiche possono derivare, ad esempio, dalla dimensione dell'entità in oggetto, dalla rischiosità dei flussi prospettici previsti, dalle caratteristiche peculiari del business o del settore in oggetto.

Vi possono essere diverse modalità di valorizzazione delle componenti di rischio specifiche nel calcolo del WACC. La più diffusa consiste nell'approccio «*build up*», che comporta la somma di premi per il rischio aggiuntivi, riferiti ciascuno ad uno specifico fattore di rischiosità, nelle formule utilizzate per il calcolo del costo del capitale proprio o del WACC.

Ad esempio, qualora si volesse riflettere nel tasso di attualizzazione la rischiosità derivante dalla ridotta dimensione della società i cui flussi sono oggetto di attualizzazione, occorre applicare un premio aggiuntivo al costo del capitale, come esposto nella formula seguente:

$$k_e = r_f + \beta \times ERP + size\ premium$$

L'entità dei premi da applicare nel calcolo del tasso di attualizzazione è spesso derivabile da pubblicazioni o studi *ad hoc*, spesso non consultabili in maniera gratuita sul web, o facendo riferimento ad intervalli di valori ormai ritenuti diffusi nella prassi.

Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

La coerenza tra flussi di cassa e tasso di attualizzazione

Il processo di attualizzazione serve a remunerare due aspetti insiti nel flusso futuro: il price of time (ossia il prezzo per il differimento della disponibilità di un flusso) ed il price of risk (ossia l'eventualità che un flusso possa realizzarsi in modo diverso rispetto alle aspettative).

Ciò posto, è fondamentale ricercare omogeneità tra flusso e tasso. Nella realtà aziendale infatti si possono individuare numerose tipologie di flussi, tutti soggetti ad un determinato grado di rischio. Ne deriva che la scelta del tasso dipende e deve risultare coerente con il flusso oggetto di attualizzazione.

L'omogeneità va ricercata sia per la tipologia di flusso (operativo o non operativo), sia ad esempio in coerenza con la gestione tributaria.

Flusso reddituale	Flusso finanziario	Tasso di attualizzazione
EBIT	FCFO lordo	WACC lordo
NOPAT	FCFO netto	WACC netto
Reddito netto	FCFE	Ke

In aggiunta, si consideri che flussi reali devono essere attualizzati con tassi reali, flussi nominali con tassi nominali, passando da un tasso nominale ad uno reale tramite la formula di Irving Fisher: $r = (1 + i / 1 + \pi) - 1$ ovvero, nel caso di specie,

$$WACC_r = \frac{(1 + WACC_n)}{(1 + \pi)} - 1$$

Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

ESEMPIO – DETERMINAZIONE DEL WACC PER L'ATTUALIZZAZIONE DI FLUSSI DI UNA SOCIETÀ NON QUOTATA

Supponiamo di dover determinare il tasso di attualizzazione al fine di attualizzare i flussi di cassa operativi prospettici della società non quotata ALFA che svolge la propria attività in Italia nel settore XY. ALFA presenta un fatturato annuo di circa € 50 milioni, circa 50 dipendenti, una debito netto pari a € 10 milioni ed un patrimonio netto di € 5 milioni. I flussi di cassa prospettici coprono un periodo di 10 anni.

1) Selezione del tasso di attualizzazione appropriato

La natura «unlevered» dei flussi di cassa impone l'utilizzo del WACC quale tasso di attualizzazione.

2) Quantificazione dei parametri per il calcolo del tasso di attualizzazione

La quantificazione dei parametri da considerare nel calcolo del WACC deve tenere in considerazione fattori quali:

- l'area geografica di attività di ALFA;
- il settore di appartenenza dell'attività di ALFA;
- altri fattori di rischio specifici;
- il periodo temporale di estensione dei flussi di cassa da attualizzare.

Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

ESEMPIO – DETERMINAZIONE DEL WACC PER L'ATTUALIZZAZIONE DI FLUSSI DI UNA SOCIETÀ NON QUOTATA

Risk free rate

Considerato il periodo di estensione dei flussi di cassa da attualizzare e l'area geografica di attività di ALFA, è possibile far riferimento al rendimento dei BTP a scadenza decennale.

ERP

È possibile far riferimento all'indicazione derivante dal paper del prof. Pablo Fernandez, che nell'aggiornamento più recente determina l'ERP dell'Italia nella misura del 6% (Fernández et al., "Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 54 countries in 2025").

Beta

Trattandosi di una società non quotata, si rende necessario stimare il beta attraverso la definizione di un campione di società quotate comparabili dal quale trarre i dati da implementare nel calcolo del WACC.

Qualora non si disponesse di un *data provider*, il sito del prof. Damodaran fornisce gratuitamente i beta «levered» relativi a varie aree geografiche, divisi per settore.

Nel seguito si fa riferimento al calcolo del beta basato su un campione di società comparabili.

Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

ESEMPIO – DETERMINAZIONE DEL WACC PER L'ATTUALIZZAZIONE DI FLUSSI DI UNA SOCIETÀ NON QUOTATA

Beta (segue)

Società	Paese	Beta levered 3Y	Aliquota fiscale (t)	Beta unlevered 3Y	Valuta	D (mln)	E (mln)	D/(E + D)	E/(E + D)
BETA	PL	1,07x	19,00%	0,82	PLN	3.375	8.994	27,28%	72,72%
GAMMA	UK	1,64x	25,00%	0,86	GBP	409	338	54,75%	45,25%
DELTA	GR	1,20x	22,00%	0,69	EUR	149	159	48,40%	51,60%
ZETA	PL	0,69x	19,00%	0,44	PLN	344	505	40,51%	59,49%
OMEGA	TR	0,59x	25,00%	0,51	TRY	1.199	5.488	17,93%	82,07%
Media				0,66				37,77%	62,23%

Non essendovi società quotate comparabili con ALFA operanti in Italia, si è allargato il filtro di ricerca all'Europa. In questo caso si è selezionato quale parametro di riferimento il beta a 3 anni rilevato settimanalmente. Ciascun beta è stato «de-levereggiato» in funzione della struttura finanziaria della società di riferimento e dell'aliquota fiscale del paese di appartenenza.

Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

ESEMPIO – DETERMINAZIONE DEL WACC PER L'ATTUALIZZAZIONE DI FLUSSI DI UNA SOCIETÀ NON QUOTATA

Kd

ALFA è una società di medio-piccole dimensioni, non quotata, che non emette titoli obbligazionari. È noto inoltre che, in un periodo prossimo alla data di attualizzazione dei flussi, un istituto finanziario ha concesso un finanziamento ad Alfa, di scadenza pari a 8 anni, applicando uno *spread* sul tasso di indicizzazione (EURIBOR 3M) dell'1%.

Occorre verificare la coerenza del valore applicato dall'istituto finanziario con le condizioni di mercato, verificando la coerenza dello spread applicato con quello riscontrabile sui mercati finanziari, a parità di rating. Non essendo disponibile pubblicamente il rating di ALFA, è possibile effettuare una duplice verifica.

1. Metodo «Damodaran»

Alfa, alla data di attualizzazione, presenta un EBIT pari a € 10 milioni e oneri finanziari pari a € 3,5 milioni. L'ICR è dunque pari a 2,86. Secondo la tabella di Damodaran, tale indice corrisponde al rating BBB, cui corrisponde uno spread dell'**1,11%**.

La misura dello spread risulta dunque coerente con quello applicato ad ALFA.

2	2.2499999	Ba2/BB	1.84%
2.25	2.49999	Ba1/BB+	1.38%
2.5	2.999999	Baa2/BBB	1.11%
3	4.249999	A3/A-	0.89%

Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

ESEMPIO – DETERMINAZIONE DEL WACC PER L'ATTUALIZZAZIONE DI FLUSSI DI UNA SOCIETÀ' NON QUOTATA

Kd (segue)

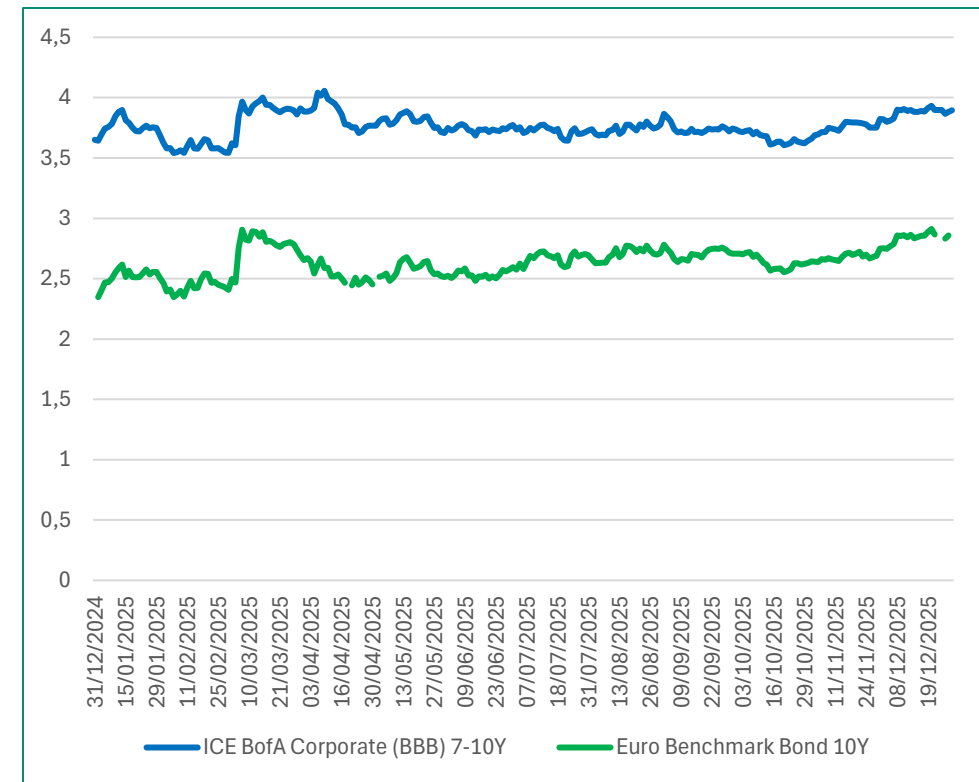
2. Confronto risk free – curva obbligazionaria

Al fine di valutare la bontà dello spread applicato dal sistema finanziario, è possibile effettuare un confronto fra la curva del rendimento delle emissioni obbligazionarie nel mercato euro-bond o nei mercati domestici europei, con scadenza a 7-10 anni, da società (corporate) con rating pari a BBB e la curva del rendimento del tasso risk free europeo a 10 anni.

Nell'intervallo temporale 31.12.2024 – 31.12.2025, lo scostamento medio fra la curva delle obbligazione e la curva risk free è pari all' **1,18%**.

In questo caso il confronto ha preso a riferimento il risk free europeo e non il risk free italiano, posto che la curva obbligazionaria è elaborata sulla base dell'intero mercato europeo.

In conclusione, considerati gli esiti delle analisi condotte e dello spread effettivamente applicato ad ALFA, è possibile considerare, nella stima del Kd, uno spread dell'**1,1%** (media dei tre spread individuati).



Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

ESEMPIO – DETERMINAZIONE DEL WACC PER L'ATTUALIZZAZIONE DI FLUSSI DI UNA SOCIETÀ' NON QUOTATA

Struttura finanziaria (D/E)

Quale struttura finanziaria da applicare nel calcolo del WACC, sia nell'individuazione dei «pesi» dei parametri E e D sia nel processo di «re-levering» del beta unlevered, si è deciso di prendere a riferimento la struttura finanziaria media del campione di società quotate comparabili considerate nel calcolo del beta. Il peso del parametro E e D risultano dunque rispettivamente pari a 62,2% e 37,8%. Ne deriva un rapporto D/E pari a **60,7%**.¹

3) Calcolo del WACC

Sulla base dei parametri precedentemente individuati è possibile calcolare il WACC secondo la formula del CAPM.

Calcolo WACC		
Parametri	Dati	Note
Risk free rate (r_f)	3,54%	BTP 10y media 1m. al 31/12/2025
Coefficiente beta <i>unlevered</i> (β_L)	0,66x	Media Beta 3Y - Campione
Coefficiente beta <i>re-levered</i>	0,97x	
Equity risk premium (ERP)	6,00%	Report P. Fernandez 2025
Premio per il rischio dimensionale (r_s)	3%	
Costo del capitale proprio (k_e)	12,36%	
Costo del debito (k_d)	4,64%	Risk free + 1,1 b.p.
Tax rate	24,00%	IRES Italia
E/(E + D)	62,2%	Mediana – Campione
D/(E + D)	37,8%	Mediana - Campione
Costo medio ponderato del capitale (WACC)	8,11%	

¹Si noti che la considerazione dei dati contabili di ALFA alla data di attualizzazione (Patrimonio netto pari a € 5 milioni e Debito Netto pari a € 10) avrebbe restituito una struttura finanziaria completamente diversa (200%). Ciò in quanto, nella maggioranza dei casi, il patrimonio netto non riflette adeguatamente il valore economico dell'equity.