

15 Aprile 2016

Valutazione d'azienda con il metodo dei multipli

Dott. Alessandro Tentoni, Studio Palmeri Commercialisti Associati

Nell'ambito dei criteri empirici di valutazione del capitale economico aziendale, che hanno spesso ispirato la metodologia seguita dalla stessa Amministrazione Finanziaria in sede tra l'altro di accertamento induttivo, il perito può disporre del procedimento dei multipli per ottenere una prima risposta al quesito proposto dalla stima, o una conferma al risultato ottenuto attraverso metodi di maggior rigore scientifico ma, probabilmente, con un livello di soggettività altrettanto marcato. Sorge quindi l'esigenza di disporre di fonti informative univoche ove attingere i parametri occorrenti, oltre quelli riferibili ai mercati delle quotazioni mobiliari.

Caratteri e presupposti applicativi

Di fronte al problema di attribuire un valore al capitale economico di un'impresa **il metodo dei multipli può rappresentare, in generale, uno strumento rapido ed efficace.**

Il criterio valutativo in questione sembra trovare, invero, più diffusione nella prassi che accoglimento tra gli studiosi, visto che poggia sul riferimento a transazioni comparabili, tanto da venire annoverato tra i procedimenti indiretti.

Al contrario, le metodologie di tipo diretto appagano maggiormente le aspettative di razionalità in quanto si prefiggono di stimare l'azienda oggetto d'attenzione sulla base del nesso tra il rendimento assoggettato al rischio d'impresa ed il corrispondente valore.

In particolare, tali criteri possono operare con un approccio sintetico mediante l'attualizzazione dei flussi prospettici, espressi in termini economici o finanziari (**metodi economici e finanziari**), con una visuale analitica basata sulla somma algebrica tra valutazioni correnti di attività e passività che esprimano la capitalizzazione delle entrate e delle uscite monetarie future (**metodi patrimoniali**), ovvero attraverso soluzioni che coniugano entrambe le impostazioni (**metodi misti**).

La stima di un'impresa richiede di regola l'applicazione di due metodologie, sottoponendo poi il risultato prescelto ad una revisione critica sulla base di un'analisi qualitativa della solidità dei punti di forza e di debolezza del sistema aziendale, interni o esterni.

Si perviene così ad un giudizio integrato di valutazione.

In questo contesto il criterio dei multipli può fornire sovente un secondo riferimento valutativo per apprezzare innanzitutto l'attendibilità dell'esito proposto dal primo procedimento.

Poiché ogni azienda è un complesso di beni e di risorse intangibili unico e non riproducibile, il metodo si prefigge non tanto di individuare un paniere di prezzi praticati in altre transazioni¹, quanto di costruire dei **rapporti tra valore di operazioni il più possibile comparabili e un**

¹ Per quanto in altri criteri empirici viene direttamente comparato il prezzo praticato in operazioni similari (*Direct Market Data Method*): cfr. L.Guatri, *La valutazione delle aziende*, Milano 1994, pag. 343.

parametro espressivo di una grandezza chiave aziendale (più spesso reddituale, a volte patrimoniale), da applicare poi al medesimo indicatore dell'impresa oggetto della stima.

Quindi se può risultare, in pratica, inattendibile il confronto diretto tra prezzi di compravendite di imprese (ancorché ragguagliati ad un taglio minimo del rispettivo capitale sociale), viste le peculiarità proprie di ciascun sistema produttivo e delle relative condizioni di mercato, l'impiego di *performances* ad esempio economiche, come il reddito netto o il risultato operativo, per la costruzione di determinate proporzionalità con il valore può ovviare al grado di disomogeneità delle condizioni gestionali, in specie nell'ambito di settori affini.

Si può già peraltro osservare una certa rigidità nell'utilizzo della metodologia dei multipli.

Infatti appare, ad esempio, **generalmente preclusa l'estensione al campo delle valutazioni di rami d'azienda**, vista la logica di complesso che contraddistingue sia i due termini del rapporto da elaborare sia la pedissequa applicazione all'impresa *target*. Un'eccezione potrebbe essere quella delle aziende divise, in cui anche una singola filiale può rappresentare un'unità economica autonoma che si adegua pertanto alla casistica del procedimento.

Un aspetto preliminare da chiarire è se per la formazione del rapporto moltiplicativo occorre attingere esclusivamente ai prezzi praticati nelle quotazioni borsistiche, o se risulta accettabile anche esaminare le valutazioni eseguite in transazioni aziendali private.

La versione più diffusa propende per la prima soluzione, se non altro per la disponibilità di maggiori flussi informativi.

Qualora si adottino, invece, i risultati della seconda tipologia di operazioni, potrebbero essere incluse anche le stime non collegate a compravendite (ad esempio per la rivalutazione fiscale di quote o azioni sociali, in sede di C.T.U., ecc.).

Inoltre in quest'ambito si solleverebbe l'interrogativo se accogliere altresì valutazioni che assecondano operazioni straordinarie diverse dalla cessione quali conferimenti, fusioni, scissioni, visto che in tali contesti di corrispettivo essenzialmente in titoli di capitale sociale e di possibili sinergie o, viceversa, frammentazione di risorse operano di norma anche altre leve che influenzano il valore.

In ogni caso appare indispensabile concentrare la raccolta dei dati soltanto in uno dei due mercati, per evitare commistioni tra elementi di natura diversa al numeratore del rapporto.

A questo proposito è opportuno accertare, soprattutto in ambito borsistico, che i prezzi delle operazioni similari esprimano le aspettative reddituali future delle rispettive unità produttive anziché rappresentare delle mere serie storiche, per rispondere all'obiezione spontanea circa la carente rappresentatività dei valori passati accolti nel campione per la valutazione prospettica del capitale economico di un'azienda.

Il metodo dei multipli si articola nelle seguenti fasi logiche, trattate di seguito in rassegna:

- **selezione sommaria delle transazioni comparabili;**
- **formazione del campione del multiplo da utilizzare dopo eventuali scarti o aggiustamenti di alcuni risultati;**
- **scelta e applicazione del valore del rapporto ritenuto adeguato.**

Selezione delle operazioni omogenee

L'accortezza nello svolgimento di questa attività iniziale costituisce il fondamento per ottenere valutazioni attendibili con il metodo in questione.

Innanzitutto occorre decidere **la composizione del multiplo da utilizzare.**

Per quanto concerne il numeratore la scelta cade spesso sulle quotazioni borsistiche, per le ragioni poc'anzi segnalate.

E' peraltro consigliabile procedere con delle medie di periodo, ad esempio un mese, per attenuare eventuali oscillazioni dei corsi che non riflettono il sottostante valore economico dei titoli.

Più meditata appare invece l'individuazione del denominatore.

Sul punto i Principi Italiani di Valutazione, in vigore dallo scorso 1 gennaio, hanno preso una posizione a salvaguardia della uniformità tra i due termini del rapporto, caldeggiando l'impiego di parametri coerenti riguardo all'ampiezza della dimensione gestionale di riferimento².

In particolare, a fronte di prezzi dell'intera impresa, quali tipicamente quelli dei mercati ufficiali, si raccomanda l'adozione di indicatori relativi all'intero complesso aziendale, ad esempio il reddito netto.

Al contrario, parametri quali il MOL o il risultato operativo dovrebbero rapportarsi con l'*Enterprise Value*, corrispondente al valore dell'impresa al lordo dei debiti finanziari.

Dal punto di vista pratico la ricerca delle aziende da esaminare per la formazione del campione avviene di regola attraverso siti specialistici che riportano gli indicatori necessari delle aziende quotate distinte per settore economico, mentre nel caso si opti per le operazioni di natura privata si suggerisce di interpellare banche d'affari, professionalità specialistiche, dipartimenti accademici o rappresentanze degli imprenditori.

Considerato l'approccio informale di tali sondaggi, si avverte senz'altro a questi fini l'indisponibilità di archivi storici di consultazione. Le direttrici principali per verificare **l'omogeneità delle imprese, strumentale alla costruzione del rapporto con l'unità da valutare**, sono di seguito riepilogate.

1) Settore economico.

Risulta decisamente preferibile concentrare il monitoraggio sulla stessa tipologia di attività economica svolta, riponendo anche una particolare attenzione al confronto tra le diverse gamme di prodotti o servizi offerti.

2) Territorio.

Aziende che operano in mercati di sbocco di diverse zone geografiche nazionali presentano, in molti casi, prospettive commerciali peculiari, e valore aggiunto unitario spesso variabile.

Anche la vicinanza di particolari tipologie di materie prime (si pensi a sorgenti d'acqua pregiate per un impianto molitorio), di importanti infrastrutture o il quadro istituzionale localistico, possono rappresentare elementi di distinzione significativa.

Il problema poi si acuisce superando i confini del Paese, trovando magari caratteristiche proprie del mercato borsistico con ripercussioni sulle quotazioni, specifiche normative anche di tipo fiscale o, nel caso, altra moneta legale.

3) Dimensione.

Appare evidente che discontinuità significative nella dimensione della struttura aziendale si ripercuotono in diseguali organizzazioni, composizioni della combinazione produttiva e posizione dei punti degli equilibri aziendali, con inevitabili divergenze di ordine quantitativo e qualitativo nei risultati conseguiti e nel correlato capitale economico.

Un rimedio in questi casi potrebbe accettarsi nel riportare redditi o margini ad una specifica grandezza aziendale, come nel caso del ROE (reddito netto/patrimonio netto) o del ROS (reddito operativo/fatturato).

4) Immagine aziendale.

Si tratta di un plusvalore, o di un disvalore, che determina consistenti disomogeneità nel posizionamento competitivo, nelle condizioni economiche gestionali e nel grado di rischio complessivo, in ultima analisi.

Pertanto dovrebbero essere evitati accostamenti tra realtà *leader* e comprimarie.

² Cfr. Principi Italiani di Valutazione, § III.I.38.

5) **Caratteristiche della compagine sociale.**

In tema di società, che ovviamente rappresenta la forma giuridica più diffusa nelle problematiche di valutazione aziendale, l'apertura o la chiusura del gruppo dei soci implica una diversa disponibilità di accesso a fonti finanziarie rilevanti (ad esempio i mercati finanziari) e quindi, a parità di condizioni, specifiche configurazioni delle condizioni economiche, finanziarie e patrimoniali di svolgimento della gestione.

Inoltre nelle compagini chiuse risulta più difficile la conquista di una posizione dominante, aspetto che influenza in genere tanto la fase di elaborazione delle strategie, che la rigidità nell'avvicendamento del soggetto economico in mani di imprenditori dotati di maggiori risorse manageriali o monetarie, che la liquidabilità dell'investimento nei titoli societari, con evidenti effetti congiunti sulla valutazione economica.

6) **Struttura del passivo.**

La proporzione tra fonti finanziarie e mezzi propri, in particolare, esercita notevole influenza sul grado di rischio dell'impresa e sul risultato economico (anche attraverso l'effetto leva), con incombenti patologie nelle situazioni di più spiccato disequilibrio.

7) **Redditività.**

Diversi livelli di *performances* economiche, a parità sostanziale di altre condizioni, introducono un'ulteriore causa di disomogeneità, rispecchiata inevitabilmente dal valore economico dell'azienda. Da confrontare in quest'ambito anche il tasso di crescita prospettico delle vendite e del reddito.

8) **Qualità del management.**

Quando risultano percepibili dall'esterno scale di valori manageriali sensibilmente diverse, si deve ritenere che sia il numeratore che il denominatore del multiplo seguano percorsi evolutivi non comparabili.

9) **Politica dei dividendi.**

Pur a parità di tutti gli altri fattori in esame, società guidate da una classe imprenditoriale più attenta alle esigenze di immediata remunerazione del capitale sociale presentano se non altro profili di rischio ben diversi rispetto ad una conduzione improntata all'autofinanziamento, che non possono essere trascurati in questa fase.

10) **Struttura tecnica.**

Aziende dotate di un particolare portafoglio tecnologico, a livello di processo o di prodotto, dovrebbero essere rimosse dal novero, viste le discontinuità che si manifestano nel ciclo di produzione e nei risultati operativi.

Formazione del campione

Si deve qui procedere ad una revisione critica dei risultati del rapporto sommariamente raccolti, magari proprio grazie all'ausilio di un sito *web* specializzato.

Da una parte **vengono eliminati dal campione** quei parametri chiaramente fuorvianti, dall'altro alcuni indicatori **possono essere adeguati** prima dell'utilizzo.

Sotto il primo profilo si ritiene comunemente di depennare i *report* concernenti imprese in crisi, anche a seguito di indagini accurate precedenti l'instaurazione di procedure giudiziali, reputati non rappresentativi delle condizioni fisiologiche di svolgimento della gestione per la tipologia aziendale analizzata.

Inoltre vengono scartate le imprese con valori del moltiplicatore sensibilmente difforni rispetto alla casistica in corso di formazione, così da impedire indebite influenze da parte di situazioni che nascondono probabilmente anomalie.

Per quanto concerne gli adeguamenti ai multipli raccolti, quello che ricorre con maggior frequenza è legato al disallineamento temporale rispetto alla data della stima, che propone al perito di aggiornare il parametro applicando un sia pur grossolano aumento in percentuale del prezzo per ogni anno trascorso.

Infine è necessario, ove possibile, appurare l'influenza esercitata sui prezzi raccolti dai **surplus asset** e dalle **opzioni**.

Come noto, infatti, i *non operating asset* rappresentano attività estranee al circuito produttivo caratteristico dell'azienda, detenute in genere a scopi speculativi o di investimento.

Le opzioni di sviluppo del fatturato, di abbandono conveniente dell'investimento aziendale, di differimento dei vantaggi competitivi e di flessibilità nella riconversione dell'attività esercitata, consistono invece in particolari opportunità a disposizione del soggetto economico, non sempre rappresentate nelle formule di calcolo del capitale economico.

Entrambi questi elementi concorrono alla valutazione complessiva dell'azienda, e quindi alla formazione dei relativi prezzi. Si pensi nelle trattative private alle clausole *earn out* e *claw back*, modificative in aumento o in diminuzione, legate al verificarsi dell'evento opzionato, mentre nel caso delle quotazioni l'influenza di questi fattori dipende dalla trasparenza del mercato.

Pertanto appare necessario depurare quei valori che incorporano tali addendi e favorire così il confronto dei risultati di ciascun moltiplicatore.

Al termine di questa attività **la rosa dei multipli accolti dovrebbe comprendere almeno cinque o sei valori**, secondo le indicazioni provenienti dalla dottrina.

Scelta del moltiplicatore

A questo punto si dovrebbe disporre di un campione di rapporti ritenuti comparabili rispetto all'azienda da valutare.

L'individuazione del moltiplicatore rappresentativo può avvenire mediante calcolo **della media, della mediana o di una funzione regressiva dei parametri accettati**.

La seconda e la terza metodologia risultano efficaci in particolar modo in presenza di apprezzabili diffomità tra i parametri disponibili, a fronte della dispersione intorno al valore ritenuto più attendibile.

Il prodotto del multiplo individuato con il parametro di *performance* dell'impresa *target* conduce alla stima del capitale economico sulla base del presente metodo, come già segnalato.

A questo proposito può insorgere il dubbio se risulti opportuno applicare una **riduzione per illiquidità** dell'investimento aziendale, in quei casi oltremodo frequenti nei quali il campione è costruito attingendo a prezzi borsistici mentre la valutazione attiene un'impresa non quotata.

La risposta corretta sembra di tipo affermativo, con il conforto della migliore prassi professionale.

Si consideri anche che la problematica ricorre, in generale, in tutte le stime di aziende a capitale ristretto, a prescindere dal criterio utilizzato, ed evoca la ricorrenza di un'opzione di abbandono che potrebbe quindi aver già suggerito apposite correzioni a valori e relativi prezzi (in condizioni di trasparenza), secondo quanto osservato in precedenza.

Per procedere alla stima del capitale economico aziendale si suggerisce spesso di applicare **diverse tipologie di multipli**, tali da suscitare una riflessione complessiva sui risultati ottenuti³ o una ponderazione dei risultati calcolati secondo un giudizio di attendibilità di ciascun moltiplicatore.

³ Ad esempio in un caso recente si sono applicati i rapporti P/EBITDA, P/E e P/Fatturato, pervenendo ad un capitale economico dell'impresa da stimare pari rispettivamente a 15 milioni nel primo e terzo caso e 26 milioni nel secondo, dopo una riduzione del 40% per illiquidità dell'impresa da valutare, a fronte di un patrimonio netto contabile di 3 milioni ma con ROE del 30%.

In conclusione il metodo in commento può rappresentare una rapida, ancorché approssimata, verifica quantitativa dell'entità del capitale economico di un'impresa e un utile termine di confronto per la valutazione condotta con criteri fondati sulla teoria rendimento/valore, pur con i limiti segnalati legati anche alla neutralità dei prezzi borsistici, laddove applicati.

Certamente si tratta di un riferimento che appare più fondato e dimostrabile rispetto ad altri criteri empirici, quali ad esempio le “*rules of thumb*” di origine anglosassone che propongono moltiplicatori di varie grandezze aziendali universalmente applicabili ad imprese di uno specifico settore economico.

Si informa che il presente documento ha finalità divulgative e di orientamento generale e, sebbene le informazioni in esso contenute siano da ritenere corrette, non è sostitutivo e non costituisce attività di consulenza. Studio Palmeri Commercialisti non è responsabile per azioni intraprese sulla base del contenuto del presente elaborato. Pertanto l'impiego di queste informazioni è sotto la responsabilità, il controllo e la discrezione dell'utente.



WWW.STUDIO-PALMERI.IT

BOLOGNA

Via delle Belle Arti, 8 (Palazzo Bentivoglio) 40126 Bologna ITALIA
Tel +39 051 220555 Fax +39 051 225479
bologna@studio-palmeri.it

IMOLA

Via Cavour, 47 40026 Imola (BO) ITALIA
Tel +39 0542 33448 Fax +39 0542 33384
imola@studio-palmeri.it

ROMA

Via Sabazio, 42 (scala A interno 3) 00186 Roma ITALIA
Tel +39 06 68307179 Fax +39 06 68891984
roma@studio-palmeri.it