

**IL VALORE DI
UN'AZIENDA IN BASE
AI MULTIPLI**

Documento del 30 novembre 2015



IL VALORE DI UN’AZIENDA IN BASE AI MULTIPLI

di **Manuela Sodini**

Sommario: 1. La valutazione relativa. – 2. Il quoziente. – 3. Le ipotesi nascoste nell’uso dei multipli. – 4. L’aggiustamento del quoziente. – 5. L’aggiustamento della valutazione relativa in funzione dell’illiquidità.

1. La valutazione relativa

Sempre più spesso ai professionisti viene richiesto di effettuare la valutazione del capitale economico di un’azienda e, quindi, di passare dal capitale netto di funzionamento espresso nel bilancio d’esercizio alla determinazione del capitale in funzione dei frutti attesi dall’azienda¹.

Conoscere il valore di un’attività o più in generale di un’azienda è fondamentale per assumere decisioni quotidiane quali: acquisizioni, cessioni, investimenti, finanziamenti.

Lo stesso bilancio che viene redatto basandosi sul criterio del costo esprime valori e non costi, infatti il costo con tutti i suoi limiti rappresenta “un metodo informativo del valore”².

Proprio la misurazione del valore delle aziende è l’obiettivo che si pongono le varie metodiche di valutazione in sostanza riconducibili a: metodica di mercato, dei flussi di risultato attesi e del costo.

Il valore, secondo i PIV “Principi Italiani di Valutazione” pubblicati dall’OIV (Organismo Italiano di Valutazione) ed applicabili su base volontaria dall’1.01.2016, è il risultato di una stima che ha per oggetto i flussi di risultato attesi alla data della valutazione, vale a dire i frutti che l’impresa sarà in grado di produrre nel futuro.

I flussi attesi possono essere determinati facendo ricorso alla “metodica dei flussi di risultati attesi” (c.d. income approach) e, dunque, ai criteri reddituali e finanziari che ricadono in tale metodo.

Proprio i criteri di tipo finanziario, basati sull’attualizzazione dei flussi monetari resi disponibili dall’azienda oggetto di stima, sono molto diffusi soprattutto in ambito accademico dove si registra un largo uso del metodo Discounted Cash Flow (DCF) nelle varianti asset side o equity side; nel primo caso si attualizzano i flussi monetari operativi al costo medio

¹ Zappa, che ha introdotto in Economia Aziendale il concetto di capitale economico lo ha definito come un valore unico derivante dalla capitalizzazione dei redditi futuri.

² Principio contabile OIC 11 “Bilancio d’esercizio – finalità e postulati”

ponderato del capitale (WACC), nel secondo si attualizzano i flussi monetari disponibili per gli azionisti al costo dei mezzi propri secondo il Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Il criterio dei multipli, pur ricadendo nella metodica di mercato e non in quella dei flussi di risultati attesi, è una valutazione relativa che permette di individuare il valore dell'azienda "sintetizzando in un unico numero il processo di attualizzazione dei flussi di risultato attesi"³.

Già partendo da questa autorevole osservazione si intuisce subito come il criterio dei multipli, che di per sé è rappresentato da un quoziente prelevato da un campione di società quotate comparabili da applicare alla corrispondente variabile dell'azienda oggetto di stima, in realtà si presenta come un metodo molto complesso. La complessità dipende non solo dalla difficoltà nell'individuare il campione di società comparabili da cui estrarre il multiplo (di solito avvalendosi di banche dati quali Bloomberg e Datastream)⁴, ma dal fatto che l'apparente sinteticità del metodo nasconde in realtà una costruzione articolata, dove il numeratore rappresenta il risultato di un criterio analitico di valutazione ed il denominatore la variabile guida di quel criterio.

Pertanto, l'esperto che si accinge alla stima ed in particolare all'impiego del criterio dei multipli deve detenere specifiche conoscenze tecniche di valutazione e di analisi di bilancio, proprio perché la ricomposizione e conseguente rilettura dei dati di bilancio costituisce una fase fondamentale del processo valutativo; la scelta, lo sviluppo ed il calcolo del criterio costituiscono i contenuti minimi, insieme ad altri, della relazione che l'esperto è chiamato a redigere.

Tuttavia è innegabile come il metodo dei multipli sia largamente utilizzato nella pratica dagli analisti e gestori che lo ritengono un criterio più rapido rispetto a quello finanziario, questo si spiega considerando la diversa numerosità di ipotesi che richiede una valutazione per flussi di cassa rispetto alla valutazione relativa, basti vedere quante ipotesi devono essere esplicitate dall'esperto che si trova ad impiegare un metodo per flussi (proiezione dei flussi e conseguente stima del tasso di crescita, stima del WACC, stima del valore terminale) rispetto al criterio dei multipli. A questo si aggiunge il fatto che un metodo analitico come quello DCF basa il valore su risultati futuri sempre più differiti nel tempo e quindi sempre più incerti, dove il valore terminale, vale a dire quello successivo al periodo di proiezione esplicita, ha un peso molto rilevante.

L'esperto in sostanza non deve dunque cadere nell'errore di ritenere che l'adozione di una valutazione relativa non contenga le stesse ipotesi di una valutazione per flussi; semplicemente il criterio dei multipli evita le stime tipiche del metodo DCF e si affida

³ Guatri, Bini "I moltiplicatori nella valutazione delle aziende", Università Bocconi Editore

⁴ Oltre alle predette banche dati a pagamento, è possibile estrarre i multipli anche dal sito web A. Damodaran o da quello di Borsa Italiana sezione Studi e ricerche società quotate

direttamente al mercato da cui assume attraverso i multipli le prospettive di crescita e la stima del rischio⁵.

L'approccio alla base del criterio dei multipli è quello secondo cui il mercato nel complesso e quindi nella media dei prezzi che esprime è efficiente⁶.

Ovviamente la valutazione relativa perderà di potenza e di affidabilità laddove il campione selezionato non sia omogeneo all'azienda oggetto di valutazione.

Un campione formato da società appartenenti al medesimo settore ed al mercato di quotazione domestico conduce a risultati indubbiamente migliori; purtroppo questa situazione si verifica raramente in Italia dove i mercati sono ancora poco sviluppati.

In alternativa, fermo restando inevitabili differenze che si produrranno, l'esperto potrà costruire un campione che includa società quotate su mercati esteri e magari anche non appartenenti al medesimo settore rispetto all'azienda oggetto di valutazione ma che presentano in comune elementi quantitativi e qualitativi⁷ quali ad esempio: simile tasso di crescita e profilo di rischio, dimensione, grado di indebitamento, posizionamento competitivo.

2. Il quoziente

Il metodo dei multipli, largamente impiegato dalle merchant banking, ha fatto il suo ingresso anche nella prassi professionale dove ormai ha conquistato una propria autonomia non essendo più considerato solo come metodo di controllo.

L'obiettivo del metodo è quello di determinare in via analogica il valore di un'azienda; adottando dei rapporti, c.d. multipli fondati sui prezzi dei titoli di società comparabili quotate, si procede moltiplicando il quoziente per la corrispondente grandezza dell'azienda oggetto di valutazione.

È da rifuggire l'idea che i multipli possano costituire un criterio semplice di valutazione che si sintetizza in un quoziente, al contrario, come anticipato in precedenza, il multiplo richiede un'approfondita conoscenza delle sue componenti: numeratore e denominatore. Non solo, applicare un multiplo significa compiere una valutazione relativa e come tale caratterizzata dal rischio di liquidità o meglio di illiquidità che inevitabilmente ne consegue quando si applica questo criterio ad una PMI non quotata (non pubblica)⁸.

⁵ Massari Zanetti "Valutazione Fondamenti teorici e best practise nel settore industriale e finanziario", McGraw-Hill

⁶ Damodaran "Valutazione delle aziende", Maggioli Editore

⁷ <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/pubblicazioni/pubblicazioni/guidaallavalutazione.pdf>

⁸ Damodaran "Valutazione delle aziende", Maggioli Editore

La costruzione di un multiplo si basa sull'idea che il numeratore è il risultato dell'impiego di un criterio di valutazione (DCF, reddituale, patrimoniale), mentre il denominatore è la variabile guida (value driver)⁹ in grado di spiegare la risultanza del metodo posto al numeratore.

I multipli più utilizzati sono quelli che si basano su flussi di reddito o flussi di cassa e dunque sulla metodica dei flussi di risultati attesi (c.d. income approach).

Il numeratore ed il denominatore devono essere coerenti fra loro. Nella pratica il numeratore può essere espresso secondo due tipologie di flussi: asset side o equity side.

La prima (asset side) corrisponde all'attualizzazione dei flussi di competenza sia degli azionisti che dei finanziatori (unlevered DCF), la seconda (equity side) si basa sull'attualizzazione dei flussi disponibili unicamente per gli azionisti (levered DCF); in sostanza i flussi unlevered DCF consentono di determinare il valore del capitale operativo, mentre i flussi levered DCF il valore del capitale netto, come evidenziato nella tabella di seguito riportata.

Flussi Unlevered = flusso di cassa disponibile per gli azionisti e finanziatori	Flussi Levered = flusso di cassa disponibile per gli azionisti
Risultato operativo (Ebit)	Utile netto
- Imposte sul reddito operativo (Nopat)	+ ammortamenti e accantonamenti
+ ammortamenti e accantonamenti	+/- variazione capitale fisso e circolante
+/- variazione capitale fisso e circolante	+/- variazione TFR
+/- variazione TFR	+/- versamenti/rimborsi di capitale
	+/- accensione/estinzione finanziamenti

Dalla tabella si evince che i flussi unlevered sono collegati alla gestione operativa dell'azienda vale a dire al capitale operativo investito netto (c.d. COIN) che risulta finanziato in parte con il capitale proprio (equity) ed in parte con quello di terzi (debt), dunque una parte del capitale operativo netto (COIN) trae vantaggio da un ulteriore fonte di finanziamento rispetto al capitale proprio. E' evidente che le risorse di terzi devono essere rimborsate e di questo infatti la valutazione con flussi unlevered tiene conto nel momento in cui include nella stima la posizione finanziaria netta (PFN) sottraendola. Diversamente, come si vede dalla tabella, i flussi levered non sono collegati solo alla gestione operativa dell'azienda ma comprendono oltre ai flussi operativi anche quelli finanziari e dunque nessun aggiustamento dovrà essere inserito nella stima; in proposito si rinvia al paragrafo 4 "aggiustamento del quoziente".

⁹Guatri, Bini "I moltiplicatori nella valutazione delle aziende", Università Bocconi Editore; Damodaran "Valutazione delle aziende", Maggioli Editore

Il multiplo asset side pone al numeratore il valore di mercato dell'attivo operativo dell'impresa (EV) e al denominatore grandezze o margini operativi generati dagli asset operativi, mentre il multiplo equity side assume al numeratore il prezzo per azione ed al denominatore una delle possibili configurazioni del reddito netto includendo la componente finanziaria, infatti il reddito netto è quello destinato agli azionisti.

Dunque se il denominatore è rappresentato da una grandezza che si riferisce all'intera azienda (ricavi, Ebitda, Ebit, Nopat) allora per rendere omogeneo il rapporto si dovrà operare con un multiplo di tipo asset side (EV/Sales, EV/Ebitda, EV/Ebit, EV/Nopat, EV/COIN); se invece al numeratore è presente il prezzo per azione allora il denominatore deve riferirsi all'utile netto per azione (o sue configurazioni) dunque multiplo equity side (P/E) (si veda la tabella sotto riportata).

Multipli asset side	Multipli Equity side
EV/NOPAT	P/E
EV/EBIT	P/CE
EV/EBITDA	P/BV
EV/SALES	
EV/COIN	

3. Le ipotesi nascoste nell'uso dei multipli

Operare con i multipli significa detenere in un quoziente, dunque in un dato sintetico, una costruzione complessa data da un numeratore che si caratterizza per la sua riconducibilità ad uno specifico criterio di valutazione, in genere DCF, e da un denominatore rappresentato da una variabile guida, in genere flussi di cassa, che è quella su cui si basa il metodo sintetizzato al numeratore.

La composizione del quoziente intesa come rapporto numeratore/denominatore pone in evidenza la stretta relazione che lega la metodica di mercato (uso del criterio dei multipli) con quella dei flussi attesi e, quindi, con i criteri finanziari.

Il percorso logico, che segue, tenta di spiegare come si giunge alla determinazione del valore dei multipli. Infatti, partendo dal numeratore asset side EV, che dovrebbe coincidere con la capitalizzazione del reddito operativo dopo le imposte (Nopat) ad un tasso WACC opportunamente definito ($EV = \text{Nopat} / \text{Wacc}$) e rapportandolo ad una grandezza coerente posta al denominatore (vedere le grandezze sotto riportate), si arriva al valore del multiplo.

- Nopat: Reddito operativo al netto delle imposte;
- Ebit: reddito operativo;

- Ebitda: reddito operativo lordo c.d. MOL dato dalla sommatoria dell'Ebit e dei costi non monetari (Ebit + ammortamenti + accantonamenti);
- Sales: fatturato;
- COIN: capitale operativo investito netto, vale a dire l'ammontare netto delle risorse impiegate dall'impresa nella gestione caratteristica, sinteticamente la sommatoria delle immobilizzazioni e del capitale circolante operativo al netto dei debiti di funzionamento e dei fondi che hanno natura operativa quali il TFR ed i fondi rischi e oneri (questi ultimi solo se hanno natura operativa), sinteticamente (Immobilizzazioni Materiali e Immateriali + CCN – fondo TFR – fondi operativi).

Le grandezze sopra riportate (Ebit, Ebitda, Sales, Coin) sono tutte collegate alla gestione operativa dell'azienda e possono essere riespresse in termini di Nopat, quest'ultimo da intendersi quale margine in grado di approssimare la capacità di autofinanziamento dell'impresa. La correzione del Nopat, mediante la variazione per investimenti in attività di carattere strutturali e circolante (+/- variazione capitale fisso e circolante, si veda la tabella a pag. 4), permette di determinare il flusso della gestione operativa, vale a dire quella grandezza che si pone come cerniera fra il conto economico e lo stato patrimoniale.

Il Nopat, quale grandezza in grado di esprimere l'autofinanziamento dell'impresa, deve essere assunto al netto delle imposte; infatti, ancorché nel bilancio predisposto secondo il codice civile le imposte si collochino nell'ultima voce del conto economico e dunque in un'area extra-operativa, ai fini del criterio DCF devono essere considerate in quanto rappresentanti uscite monetarie di carattere operativo da includere ai fini della determinazione dei flussi. Il carico fiscale in questo caso non deve essere calcolato secondo le disposizioni fiscali, ma applicando un'aliquota figurativa del reddito operativo che tenga conto dell'Ires e dell'Irap.

Dalle configurazioni del Nopat che seguono emerge come il multiplo asset side EV/Nopat si caratterizza per un forte nesso fra il numeratore, quale risultato del criterio di stima (DCF) pari alla capitalizzazione dei redditi operativi attesi al netto delle imposte al tasso stimato WACC, e la variabile guida posta al denominatore (Nopat).

ENTERPRISE VALUE = NOPAT/WACC
NOPAT = EBIT X (1 - t)
NOPAT = EBITDA x (1 - d) x (1 - t)
NOPAT = m x fatturato
NOPAT = COIN x r x m

Dove:

t: imposte figurative;

d: ammortamenti/Ebitda;

m: Nopat/Sales;

r: rotazione del capitale investito netto (Sales/COIN).

In termini esemplificativi si ipotizza la seguente situazione.

Vendite	10.000
Costi operativi monetari	6.000
Ebitda	4.000
Ammortamenti	1.000
Ebit	3.000
COIN	5.000
t	30%

Il calcolo del Nopat secondo l'esempio numerico sopra proposto si presenta come segue.

$\text{NOPAT} = \text{EBIT} \times (1 - t)$	$3.000 \times (1 - 0,30)$	$3.000 - 900 = 2.100$
$\text{NOPAT} = \text{EBITDA} \times (1 - d) \times (1 - t)$	$4.000 \times (1 - (1.000/4.000)) \times (1 - 0,30)$	$(4.000 - 1.000) \times (1 - 0,30) = 2.100$
$\text{NOPAT} = m \times \text{fatturato}$	$(2.100/10.000) \times 10.000$	2.100
$\text{NOPAT} = \text{COIN} \times r \times m$	$5.000 \times (10.000/5.000) \times (2.100/10.000)$	2.100

Assumendo un Enterprise Value pari alla capitalizzazione del reddito Nopat nell'esempio pari a 2.100 ad un tasso WACC stimato in via esemplificativa pari al 10% si determina un EV pari a 21.000 (2.100/10%).

Rapportando il numeratore EV come sopra stimato alle diverse configurazioni del Nopat si ottengono i seguenti multipli.

EV/NOPAT	21.000/2.100	10
EV/EBIT	21.000/3.000	7
EV/EBITDA	21.000/4.000	5,25
EV/SALES	21.000/10.000	2,10
EV/COIN	21.000/5.000	4,20

A livello operativo il multiplo asset side EV/EBITDA è quello maggiormente utilizzato, tale scelta è riconducibile a vari fattori tra cui: la volontà di evitare che la stima risenta di politiche di investimento diverse fra loro traducendosi in ammortamenti a conto economico più o meno consistenti con evidenti difficoltà di confronto fra le imprese costituenti il campione e quella oggetto di valutazione, la maggior presenza di imprese con Ebitda positivi a fronte di possibili

Ebit o Nopat negativi, la maggiore confrontabilità fra imprese appartenenti a paesi diversi attenuando l'effetto di una tassazione differente¹⁰.

In realtà non può sfuggire come il Nopat sia la grandezza che presenta maggiore coerenza rispetto al numeratore espresso con il criterio DCF nella variante asset side, in quanto entrambi si presentano al numeratore e al denominatore al netto delle imposte attribuendo al quoziente una maggiore efficacia in termini di stima.

Il percorso tracciato sopra può essere presentato anche per un multiplo equity side che assume al numeratore il prezzo dell'azione ed al denominatore una grandezza coerente al numeratore e, dunque, il risultato netto o sue configurazioni cash earning (utile netto + ammortamenti), il patrimonio netto contabile; vale a dire flussi disponibili per l'azionista.

Tutte queste grandezze, come visto nel multiplo asset side, possono essere riespresse come utile netto¹¹.

$E = \text{Earning}$
$E = CE \times (1 - d)$
$E = \text{ROE} \times \text{BV}$

Dove:

CE: utile netto + ammortamenti;

d: ammortamenti/CE;

ROE: E/BV.

In termini esemplificativi si ipotizza la seguente situazione.

Vendite	10.000
Costi operativi monetari	6.000
Ebitda	4.000
Ammortamenti	1.000
Ebit	3.000
Oneri finanziari	200
Earnig before taxes (EBT)	2.800
Imposte (30%)	840
Earning	1.960
Book Value (BV)	3.000

Il calcolo dell'Earning (E) secondo l'esempio numerico sopra proposto si presenta come segue.

¹⁰ <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/pubblicazioni/pubblicazioni/guidaallavalutazione.pdf>

¹¹ Guatri, Bini "I moltiplicatori nella valutazione delle aziende", Università Bocconi Editore

E = Earning	1.960	1.960
E = CE x (1 - d)	(2.960) X (1-(1.000/2.960))	1.960
E = ROE x BV	1.960/3.000 X 3.000	1.960

Assumendo dall'esempio 1.960 quale flusso disponibile per l'azionista e capitalizzandolo al costo dei mezzi propri (CAPM), stimato in via esemplificativa al 12%¹², si determina un P/E pari a 16.333 (1.960/12%).

Rapportando il numeratore come sopra stimato alle grandezze si ottengono i seguenti multipli.

P/E	16.333/1.960	8,33
P/CE	16.333/2.960	5,52
P/BV	16.333/3.000	5,44

Si precisa che la corrispondenza fra il valore dell'azienda e la capitalizzazione del Nopat ad un tasso WACC o dell'Earning ad un tasso CAPM si realizza solo in un mercato efficiente, diversamente tale associazione si verifica solo per effetto di una media che compensa sottovalutazioni e sopravvalutazioni¹³, secondo una teoria tale per cui il mercato si considera efficiente nel suo complesso vale dire nell'espressione di valori medi.

Oltre alla coerenza fra numeratore e denominatore, l'esperto dovrebbe porre attenzione anche al tipo di grandezza assunta per l'azienda oggetto di stima.

Infatti, il multiplo calcolato dal mercato implica l'analisi di scenari futuri tenuto conto che nel quoziente si calcola l'attualizzazione di flussi attesi, dunque potrebbe rendersi opportuno applicare il quoziente ad una grandezza dell'azienda oggetto di stima prospettica piuttosto che storica; il rischio in questo caso potrebbe essere la diversità degli scenari ipotizzati dagli analisti che determinano i quozienti rispetto ai piani elaborati dal management dell'azienda¹⁴.

4. L'aggiustamento del quoziente

Definiti i termini del rapporto cioè il numeratore ed il denominatore, che come visto si caratterizzano per un "forte nesso di causalità"¹⁵, si dovrà considerare la necessità o meno di doverli rettificare ai fini della valutazione in quanto difficilmente risulterà una perfetta

¹² Per effetto della deducibilità degli interessi passivi in presenza di indebitamento il costo dei mezzi propri (CAPM) supera il costo medio ponderato (WACC)

¹³ Guatri, Bini "I moltiplicatori nella valutazione delle aziende", Università Bocconi Editore

¹⁴ PIV III.1.38 OIV

¹⁵ Guatri, Bini "I moltiplicatori nella valutazione delle aziende", Università Bocconi Editore

corrispondenza sotto il profilo del settore, dimensione, tasso di crescita e grado di rischio fra l'azienda oggetto di valutazione e le società appartenenti al campione da cui è stato estratto il multiplo.

Infatti come osservato nel primo paragrafo di questo contributo, si devono inevitabilmente accettare delle differenze fra le aziende appartenenti al campione e l'azienda oggetto di valutazione per motivi riconducibili essenzialmente allo scarso sviluppo dei mercati domestici che non ci consentono nella maggior parte dei casi di costruire campioni perfettamente allineati all'impresa oggetto di stima.

Gli aggiustamenti in gran parte si applicano solo sui multipli asset side e possono derivare ad esempio dal fatto che l'azienda oggetto di valutazione sia di recente costituzione, dunque in assenza di dati storici consolidati si dovrebbero utilizzare parametri risultanti da piani aziendali.

Anche la dimensione dell'azienda impone un correttivo sul campione dal quale dovrebbero essere eliminate le aziende di maggiore dimensione.

Un classico aggiustamento è quello di aggiungere la posizione finanziaria netta (PFN) nel caso di utilizzo di multiplo asset side dove le grandezze al denominatore del rapporto (Nopat e sue configurazioni) sono al lordo degli oneri finanziari ed il numeratore è espressione, come visto, di flussi disponibili per gli azionisti ed investitori.

Al fine di determinare la PFN è opportuno riclassificare lo Stato Patrimoniale. La riclassificazione si sostanzia in una rielaborazione dei dati di bilancio che ha come obiettivo quello di ricomporli al fine di ottenere degli aggregati con un significato diverso rispetto alla normale lettura del dato emergente dallo schema di bilancio.

Lo Stato Patrimoniale, che fornisce un'indicazione sintetica del patrimonio in dotazione all'azienda, con la riclassificazione di tipo funzionale viene rielaborato in modo da evidenziare la destinazione degli investimenti effettuati e la composizione del capitale raccolto.

Questo tipo di riclassificazione che raggruppa gli elementi patrimoniali (impieghi e fonti) in base alla loro afferenza alle diverse aree gestionali (operative ed extraoperative) permette di ottenere informazioni sugli investimenti e sui finanziamenti dell'impresa.

Secondo la logica funzionale, gli impieghi si ripartiscono come segue: investimenti in immobilizzazioni, investimenti in capitale circolante operativo netto e disponibilità monetarie, mentre le fonti si suddividono in: capitale proprio e debiti finanziari.

Si osserva che nella riclassificazione funzionale il totale capitale investito netto ed il totale capitale raccolto non corrispondono al totale attivo e passivo secondo gli schemi del codice

civile, in quanto il capitale investito è al netto dei debiti funzionali e di tutte le passività di natura diversa da quella finanziaria.

La riclassificazione funzionale risulta particolarmente efficace perché consente di mettere ben in evidenza il solo indebitamento di natura finanziaria che è la grandezza che stiamo indagando, si escludono in sostanza dal calcolo della PFN tutti quei debiti funzionali che sono legati al ciclo acquisto-trasformazione-vendita dei fattori produttivi. Si precisa che la PFN può essere costruita anche mediante una riclassificazione finanziaria dello Stato Patrimoniale per il cui approfondimento si rinvia ad un recente contributo della Fondazione Nazionale Commercialisti¹⁶ che tratta compiutamente il tema.

STATO PATRIMONIALE – RICLASSIFICAZIONE FUNZIONALE	
IMPIEGHI	FONTI
Investimenti in immobilizzazioni (Immateriali+Materiali) Capitale circolante operativo netto (Rimanenze+Crediti operativi- debiti funzionali) (-) Fondi rischi e oneri operativi (-) TFR	Patrimonio netto
COIN Capitale operativo investito netto	Debiti finanziari a lungo
Attività finanziarie (-) Fondi rischi e oneri non operativi	Debiti finanziari a breve
Liquidità	
Totale capitale investito netto	Totale capitale raccolto

Una volta che si è proceduto a rielaborare gli schemi di bilancio secondo il criterio funzionale si procede al calcolo dell'indicatore PFN quale differenza tra attività finanziarie liquide/liquidabili e passività finanziarie¹⁷.

Le passività finanziarie dovrebbero essere indicate al valore corrente, solitamente gli analisti fanno coincidere il valore contabile con il valore di mercato per debiti esigibili entro cinque anni. Solo i debiti con scadenza superiore a cinque anni a tasso fisso dovrebbero essere espressi a valore di mercato; se al debito a tasso fisso si accompagna un contratto di copertura secondo gli analisti non si dovrà riesprimere il debito al valore di mercato, in tal caso nel debito si dovrebbero includere i contratti fuori bilancio¹⁸.

¹⁶ “La posizione finanziaria netta quale indicatore alternativo di performance”, Documento 15 settembre 2015

¹⁷ Documento n. 22 “L’iscrizione degli indicatori nella relazione sulla gestione. La posizione finanziaria netta, Istituto di Ricerca dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili”; “Determinazione della posizione finanziaria netta secondo il Documento n. 22 dell’IRDCEC”, Amministrazione&Finanza, Ipsa, 2/2014

¹⁸ Damodaran “Valutazione delle aziende”, Maggioli Editore

Peraltro a decorrere dall'1.01.2016, il D.Lgs. 139/2015 introduce l'obbligo di rilevare in bilancio gli strumenti finanziari derivati e le operazioni di copertura, questo comporterà un inserimento automatico nel calcolo della PFN proprio perché esplicitati nel bilancio.

Alla determinazione della PFN si ricorda che concorre anche il valore attuale dei canoni di locazione finanziaria, dato peraltro rinvenibile dalla Nota Integrativa, in questo caso per motivi di coerenza l'aggiustamento andrebbe apportato anche alla grandezza Nopat (o sue configurazioni) dell'azienda oggetto di stima, depurando il parametro dagli oneri finanziari inclusi nei canoni di leasing iscritti a conto economico¹⁹.

5. L'aggiustamento della valutazione relativa in funzione dell'illiquidità

In una valutazione relativa come quella con i multipli, dove si applica ad un'azienda non quotata, spesso una PMI, un quoziente estratto da un campione di società comparabili pubbliche (quotate), si pone senza dubbio la questione di determinare uno sconto di illiquidità da applicare alla stima dell'azienda oggetto di valutazione, o meglio di come aggiustare il quoziente estratto da un insieme di imprese pubbliche ed applicarlo ad un'impresa privata.

Una teoria che si è sviluppata piuttosto di recente è quella secondo cui gli investitori sono disposti a pagare meno un'attività illiquida rispetto ad un'altra attività simile ma liquida.

Sul tema, molto interessante è la teoria di Amihud e Mendelson secondo cui al momento dell'acquisto di un'attività l'investitore si domanda quanto gli costerà l'eventuale disinvestimento di quell'attività, dunque secondo questa teoria già nel prezzo sostenuto per l'acquisizione si dovrebbe tenere conto del valore attuale dei costi di transazione futura per tutti i futuri possessori dell'attività²⁰.

Si intuisce subito come la questione sia molto complessa.

Se non risultano disponibili prezzi di transazioni su attività illiquidi simili, come realisticamente possiamo attenderci, potremmo ricorrere ad una soluzione alternativa quale quella di stimare inizialmente l'azienda considerandola liquida e poi correggere la stima applicando uno sconto per l'illiquidità.

Ma quale deve essere l'entità dello sconto? Questo è il nodo centrale della questione.

Ovviamente è molto difficile rispondere a questa domanda per motivi di asimmetria informativa.

¹⁹ Guatri, Bini "I moltiplicatori nella valutazione delle aziende", Università Bocconi Editore

²⁰ Damodaran "Valutazione delle aziende", Maggioli Editore

Infatti anche ipotizzando di detenere informazioni sui prezzi di transazioni di aziende non quotate e similari (ipotesi piuttosto remota), sarebbe ancora più difficile sapere la differenza fra valori e prezzi, questo spread (prezzo/valore) è quello che cerchiamo perché quantifica lo sconto di illiquidità da applicare alla stima.

Dunque l'esperto che voglia considerare questo sconto non può fare altro che affidarsi agli studi che nel tempo sono stati elaborati dagli analisti sulle restricted stocks, vale a dire strumenti emessi da società quotate ma venduti a investitori mediante collocamenti privati secondo le regole previste dall'art. 144 del SEC²¹.

Considerato che la vendita di questi strumenti avviene ad un prezzo molto più basso rispetto al collocamento sul mercato, gli analisti hanno interpretato questa differenza come un possibile indicatore dello sconto di illiquidità.

Nelle tabelle che seguono sono riportati i risultati di alcuni studi condotti sul collocamento delle restricted stocks²²; le percentuali possono fungere da correttivo in una stima relativa (criterio dei multipli) che come visto assume dal mercato una serie di ipotesi in termini di tassi di crescita, scenari futuri e tasso di attualizzazione.

Restricted Stock Studies Summary of Observed Price Discounts			
<u>Restricted Stock Study</u>	<u>Observation Period of Study</u>	<u>Observed Price Discount</u>	<u>Average</u>
SEC Overall Average	1966–69	25.8 percent	
SEC Nonreporting OTC Companies	1966–69	32.6 percent	
Milton Gelman	1968–70	33.0 percent	
Robert R. Trout	1968–72	33.5 percent	
Robert E. Moroney	1969–72	35.6 percent	
J. Michael Maher	1968–73	35.4 percent	
Standard Research Consultants	1978–82	45.0 percent	
Willamette Management Associates	1981–84	31.2 percent	
Hertzel & Smith	1980–87	13.5 percent	
William L. Silber	1981–88	33.8 percent	
Baja, Denis, Ferris, and Sarin [a]	1990–95	22.2 percent	
Johnson Study	1991–95	20.0 percent	
Management Planning, Inc.	1980–96	27.1 percent	
FMV Opinions, Inc.[b]	1980–97	23.0 percent	
Columbia Financial Advisors, Inc.	1996–97	21.0 percent	
Columbia Financial Advisors, Inc.	1997–98	13.0 percent	
Hall and Polacek	1979–92	23.0 percent	
Stryker and Pittock	1978–82	45.0 percent	
Trugman Valuation Associates	2007–08	18.1 percent	
Trugman Valuation Associates	2009–10	16.6 percent	
LiquiStat	2005–06	32.8 percent	

²¹ Damodaran “Valutazione delle aziende”, Maggioli Editore

²² 3° Conferenza Internazionale sulla Valutazione d'Azienda, OIV Università Bocconi, Milano 19 gennaio 2015

Study	Prospectuses Reviewed	Qualifying Transactions	Indicated Discount	
			Mean	Median
1980–1981	97	13	60%	66%
1985–1986	130	21	43%	43%
1987–1989	98	27	45%	45%
1989–1990	157	23	45%	40%
1990–1991	266	35	42%	40%
1992–1993	443	54	45%	44%
1994–1995	318	46	45%	45%
1995-1997	732	91	43%	42%
1997-2000	1,847	283	50%	54%
Overall	4,088	593	47%	48%

6. Conclusioni

La valutazione relativa, che si sintetizza in un quoziente e che a prima vista potrebbe sembrare di semplice utilizzo, in realtà nasconde molte insidie sia nella costruzione del campione da cui si estrae il multiplo per la stima dell'azienda oggetto di valutazione, sia nelle ipotesi implicitamente assunte nel rapporto.

È evidente come l'affidabilità e la diffusione di questo metodo fra gli operatori del sistema passa necessariamente dallo sviluppo e l'efficienza dei mercati. Infatti, la creazione del campione e la disponibilità dei multipli richiede mercati avanzati; purtroppo nella realtà domestica si osserva ancora una certa resistenza da parte del sistema impresa che notoriamente risulta poco incline ad aprire la propria compagine societaria al mercato e a sottoporsi al conseguente giudizio ed alle rigide politiche di trasparenza che lo stesso impone. Ovviamente per una PMI sbarcare sui mercati significa investire risorse finanziarie e temporali; il tempo stimato per un'operazione di IPO varia tra i 3-4 mesi per l'AIM e 8-12 per chi vuole accedere al mercato principale MTA. Il costo di una IPO di norma è formato da una parte variabile in funzione del capitale raccolto e da una parte fissa legata all'attività di preparazione della società alla quotazione. Nel complesso è stato stimato che il costo per sbarcare sul mercato varia tra il 5% e 7% del capitale raccolto²³. Una volta che la società ha

²³ Sole 24 Ore 10.01.2014

fatto il suo ingresso in Borsa, deve poi tenere conto anche dei costi fissi legati alla permanenza sul mercato (comunicazione, advisor, sponsor, specialist; etc.).

Considerando i vari aspetti, quali i tempi ed i costi, si può comprendere come per le PMI, che in Italia rappresentano la gran parte del tessuto imprenditoriale, possa non apparire così conveniente il percorso della quotazione.

Dallo scarso sviluppo dei mercati domestici consegue una minore propensione e fiducia da parte dei professionisti nell'utilizzo di un metodo, quale quello dei multipli, legato in modo indissolubile ai mercati costituendo questi la fonte principale dei dati per l'impiego del criterio. Dunque un cambio nella cultura imprenditoriale, peraltro incentivata dalla diffusione di segmenti e progetti pensati dai mercati per avvicinare il mondo delle PMI quali: Aim, ExtraMot Pro, progetto Elite, costituisce la base per la diffusione di criteri che considerano il mercato nel suo complesso un sistema efficiente per la misurazione del valore delle aziende.

30 novembre 2015