

Le valutazioni comparative richiedono l'uso di moltiplicatori significativi

Specifiche rettifiche devono essere considerate nei casi di valutazione di partecipazioni di controllo

/ Nicola AGNOLI e Martino ZAMBONI

La metodica di mercato (*market approach*) fornisce un'indicazione di valore tramite **comparazione** dell'azienda da valutare con attività simili o identiche, per le quali sono disponibili indicazioni significative di prezzi recenti (PIV I.15.1).

L'essenza di tale approccio è che nessun operatore razionale riconoscerebbe ad un'attività un valore significativamente diverso dal prezzo corrente di mercato di attività simili considerate le opportune differenze e i conseguenti aggiustamenti.

I prezzi correnti di mercato possono essere espressi in forma relativa rispetto a parametri rilevanti. Infatti se si pone a denominatore una quantità legata razionalmente al prezzo si ottengono dei **multipli di valore**.

Le valutazioni comparative di mercato prevedono l'applicazione a specifiche grandezze aziendali dei multipli o moltiplicatori ricavati dalle capitalizzazioni di Borsa di società quotate confrontabili ("multipli di mercato") o dalle transazioni avvenute con riferimento a quote di capitale di società confrontabili ("multipli di transazioni comparabili") (PIV III.1.38).

L'esperto deve essere consapevole che l'applicazione di tale approccio, apparentemente semplice, nasconde **molte insidie** (non esistono aziende "sosia" della target da valutare). Per evitare di ottenere risultati fuorvianti dall'applicazione delle valutazioni comparative è necessario che i moltiplicatori, per essere significativi, soddisfino tre condizioni:

- le **aziende** assunte quali *benchmark* della società target presentano un grado di comparabilità accettabile, da considerare con riferimento a molteplici aspetti tra cui il settore, il portafoglio di attività, la dimensione, l'età delle imprese, il grado di integrazione, il modello di business e la qualità della governance, oltre che naturalmente sui fondamentali (redditività, *reinvestment rate*, crescita e grado di volatilità dei risultati);

- i **prezzi osservati** si formano in condizioni di mercato normali. La razionalità dei prezzi espressi da un mercato è condizione essenziale per le valutazioni analogiche con multipli in quanto garantisce la corrispondenza fra prezzi fatti e prezzi fattibili e la possibilità di cogliere il paradigma valutativo espresso implicitamente dal mercato attraverso i suoi prezzi. Lo strumento tecnico più adeguato ad individuare tale paradigma valutativo è la costruzione di regressioni lineari, cd. *Value Map*, così da correlare il livello del moltiplicatore alla dinamica di uno o più driver sottostanti;

- il **mercato fonte dei prezzi** osservati esprime indicazioni coerenti con la configurazione di valore da ricercare.

Quanto poi all'**adeguatezza** dei moltiplicatori, va esaminato il rapporto funzionale fra numeratore e denominatore: nel numeratore il mercato anticipa il futuro e di conseguenza l'esperto dovrà considerare attentamente se il denominatore possa comunque esprimere un dato storico o sia meglio utilizzarne uno prospettico. Il limite del dato prospettico è che le previsioni di risultato per le società comparabili possono essere estratte dal consenso degli analisti mentre le previsioni del *target* da valutare, se non quotata, sono sostanzialmente di fonte interna e potrebbero non essere coerenti con lo scenario previsto dal mercato.

Nell'apprezzamento dei moltiplicatori si deve considerare che i multipli di mercato sono più affidabili perché derivano da dati ufficiali e si riferiscono a operazioni omogenee, mentre i multipli di transazioni comparabili spesso sono eterogenei per natura, condizioni e tempi di rilevazione e pongono inoltre il problema del passaggio dal prezzo della quota di capitale negoziata al presumibile prezzo dell'intera azienda.

Va inoltre ricordato che i prezzi che si formano nel c.d. **mercato del controllo** tendono ad esprimere valori strategici e incorporano spesso valori speciali relativi alla specifica attività oggetto di transazione e allo specifico soggetto, oltre che i valori delle sinergie attese. Per questo i multipli di transazioni comparabili risultano di norma più elevati dei multipli di mercato.

Se i prezzi osservati sul mercato sono relativi ad unità di valutazione diverse da quella rilevante per l'incarico di stima ricevuto, l'esperto può ricondurre le indicazioni di mercato all'unità di valutazione appropriata applicando premi e sconti (PIV I.15.3).

Nella valutazione di **partecipazioni di controllo** la prassi spesso rettifica i multipli di mercato attraverso l'applicazione dei c.d. premi di acquisizione e premi di controllo, previa verifica che i prezzi di borsa non contengano già un premio per il controllo (accade ad esempio per società su cui vi sono notizie di possibile cambio del controllo o per le società contendibili) e che il denominatore del multiplo non consideri già i benefici del controllo. Normalmente poi una valutazione comparativa tratta dal mondo delle quotate non può essere riferita a un'azienda non quotata senza adeguati e specifici correttivi (PIV III.1.40).

I moltiplicatori basati su meri parametri operativi, per lo più indicatori di capacità produttiva o commerciale, costituiscono **indici grezzi** di riferimento ma non sono uno strumento di valutazione, perché i parametri operativi su cui si basano sono *input* e *non output* della catena del valore.