



Mercoledì 10/11/2010

## NOTE SULL'UTILIZZO DEI MOLTIPLICATORI NELLE VALUTAZIONI AZIENDALI

A cura di: Rirea

L'impiego dei moltiplicatori nelle valutazioni aziendali è ampiamente diffuso nella pratica con particolare riferimento ad operazioni di fusione ed acquisizione.

Lo scopo delle presenti note è quello di evidenziare come l'evoluzione dei mercati finanziari, il riserbo con cui si sviluppano le operazioni di cessione e l'affermazione delle risorse immateriali per la creazione del valore aziendale abbiano contribuito a rendere problematico l'utilizzo dei moltiplicatori come metodo per stimare il valore delle organizzazioni produttive. 1. I moltiplicatori

Nel campo delle valutazioni aziendali, ossia della determinazione del valore economico del capitale, la dottrina distingue le "valutazioni assolute, basate su modelli e formule", dalle "valutazioni relative, basate sui moltiplicatori(1)".

Le prime, com'è noto, intendono determinare il valore dell'impresa attraverso l'attualizzazione dei suoi flussi prospettici di reddito (o di cassa), utilizzando tassi che incorporino i relativi profili di rischio; le valutazioni relative, invece, intendono stimare il valore dell'organizzazione produttiva utilizzando i prezzi praticati sul mercato con riferimento ad altre attività (imprese) simili e, quindi, ritenute comparabili con l'azienda oggetto di valutazione.

L'uso dei moltiplicatori (o multipli) nella valutazione delle aziende ha registrato negli ultimi tempi un sensibile sviluppo per effetto di una serie di circostanze, tra le quali possiamo segnalare la maggiore semplicità (più apparente che reale) di tale metodo, lo sviluppo delle operazioni straordinarie (con particolare riguardo alle fusioni ed alle acquisizioni), il rilievo assunto dai mercati finanziari, la crescente difficoltà di delineare i flussi di reddito (o di cassa) con riferimento ad un futuro sempre meno intelligibile. I moltiplicatori possono essere utilizzati seguendo due differenti logiche:

- l'approccio delle società comparabili;
- l'approccio delle transazioni comparabili. "L'approccio delle società comparabili presuppone che il valore di un'impresa possa essere determinato assumendo a riferimento le indicazioni fornite dal mercato per società quotate con caratteristiche analoghe a quella oggetto di stima(2)". Si fa riferimento ad un campione di società quotate comparabili e, quindi, ai prezzi di borsa delle loro azioni, dai quali si ricavano i multipli da applicare alla società oggetto di valutazione: si individua la relazione che lega il prezzo di mercato delle azioni delle imprese facenti parte del campione ad una variabile economica delle imprese stesse (utile, cash flow, ricavi, ecc.); i multipli, così calcolati, vengono applicati, con le eventuali integrazioni e rettifiche, alle medesime variabili economiche dell'impresa oggetto di stima, pervenendo, attraverso una moltiplicazione, al valore alla stessa attribuibile.

L'approccio delle transazioni comparabili, invece, utilizza le informazioni (prezzi e condizioni) relative a negoziazioni effettive di aziende (quotate o meno), ritenute omogenee rispetto all'impresa da valutare. I multipli si determinano rapportando i prezzi di cessione alle variabili economiche prescelte.

I multipli stimano il valore dell'impresa in maniera approssimativa in quanto presentano alcune inevitabili distorsioni che gli analisti e gli esperti nell'uso dei multipli devono cercare di minimizzare.

La qualità dei multipli dipende da alcune caratteristiche intrinseche che devono essere verificate prima del loro utilizzo. Non si possono utilizzare multipli privi di nesso di causalità tra le variabili di performance aziendale ed i prezzi di mercato. Si tratta, infatti, di falsi multipli (o multipli casuali), che forniscono falsi segnali per la stima del valore dell'impresa. I falsi multipli non hanno nessun contenuto informativo e soffrono di un limite, per così dire, strutturale(3).



I veri multipli, invece, hanno un deciso contenuto informativo, anche se possono essere caratterizzati da fattori di distorsione relativi agli aspetti gestionali delle imprese considerate omogenee, fattori che devono essere compresi e valutati prima dell'utilizzo dei multipli.

Per minimizzare gli errori di valutazione è sempre necessaria molta cautela nelle applicazioni. Le due possibili logiche per l'utilizzo dei moltiplicatori nella stima del valore delle imprese (l'approccio delle società comparabili e quello delle transazioni comparabili), infatti, presentano problemi di difficile superamento. Su tali problemi occorre soffermare l'attenzione per poter evidenziare pregi e limiti dei moltiplicatori e, quindi, definire il ruolo che possono svolgere ove utilizzati per la determinazione del valore d'impresa.

L'attenzione, dunque, deve essere posta su tre fondamentali aspetti:

- la possibilità di individuare "società comparabili";
- la significatività dei prezzi che le quotazioni di borsa esprimono;
- la significatività dei prezzi desunti da transazioni comparabili. Ed infatti, l'approccio delle società comparabili chiama in causa la ricerca di società quotate comparabili e le loro quotazioni di borsa, mentre l'approccio delle transazioni comparabili chiama in causa ancora la ricerca di società comparabili ed i prezzi ai quali tali aziende sono state cedute. Per visualizzare l'intero articolo a cura del Dott. Matteo Cavalieri clicca qui.

Per abbonarsi alla rivista RIREA clicca qui.