



VALUTARE LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE CON I MULTIPLI

a cura di
Guidalberto Gagliardi

Quando un soggetto intende cedere una società o un'azienda e la sua controparte pensa di acquistarla, uno dei primi temi su cui si confrontano è il corrispettivo. Venditore e acquirente fanno appello alle loro capacità negoziali e a quelle dei loro consulenti per migliorare la rispettiva posizione, il primo cercando di aumentare e anticipare il proprio incasso netto, il secondo nel tentativo di ridurre e dilazionare il proprio esborso.

Da dove partono di solito i negoziati? Da un valore determinato con il metodo dei multipli.

Perché? Perché questa tecnica valutativa è semplice. Anche troppo secondo i teorici della valutazione aziendale¹.

Nella pratica, quando si dispone di informazioni parziali, frammentate, magari anche datate, gran parte delle alternative non sono praticabili. O almeno non lo sono quando si sta solo ragionando su un'operazione relativa a una società non quotata o quando si è nelle prime fasi negoziali e si vuole formulare la prima offerta indicativa. Facendo riferimento a un multiplo, l'offerente può agevolmente legare la propria offerta ai risultati economici e patrimoniali che emergeranno dalla due diligence, affermando, per esempio, che «la mia of-

ferta ammonta a x euro, corrispondenti a y volte l'Ebitda che avete dichiarato nel vostro bilancio dedotto l'indebitamento».

Cerchiamo d'inquadrare il funzionamento di questa metodologia valutativa.

L'idea di base consiste nel moltiplicare una grandezza economica (di solito i ricavi, l'EBITDA o l'E-BIT) della società che interessa per un fattore specifico del settore, il multiplo appunto. Come risultato si ottiene il cosiddetto *enterprise value* cioè il valore economico complessivo dell'impresa, dato dal capitale di rischio più il debito². Se vogliamo conoscere il «prezzo», cioè quanto offrire agli azionisti della società obiettivo, togliamo dall'*enterprise value (EV)* l'indebitamento netto (NFP, net financial position) e il gioco è fatto. Aritmetica di base: una moltiplicazione e una sottrazione. Un metodo talmente rapido che talvolta non richiede nemmeno una calcolatrice.

I bei sogni però tendono a durare poco. Il problema di questo metodo, in effetti, non è a livello matematico, quanto nella fissazione del moltiplicatore di riferimento. I multipli, infatti, mostrano un'ampia dispersione intorno alla media e variano nel tempo, oltre che per settore. La tavola 1³ illustra i multipli emersi da numerose acquisizioni so-

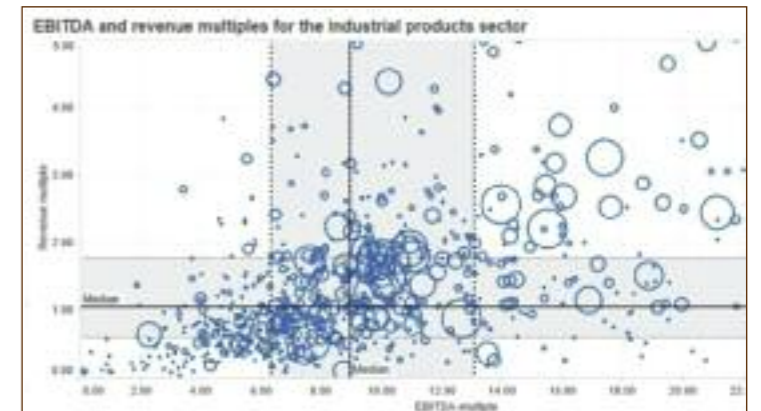
cietarie realizzate tra il 2010 e l'aprile 2015 nel macro-settore manifatturiero (la dimensione dei cerchi rappresenta l'ammontare del *deal*).

Come si può notare, la dispersione dei multipli è ampia, tanto con riferimento al rapporto tra *enterprise value* e fatturato (asse delle ordinate), quanto per quanto attiene al multiplo dell'EBITDA (in ascissa). Questa disseminazione, già riscontrabile a livello di unico settore, diventa statisticamente ingestibile se si confrontano transazioni avvenute in epoche differenti, per quote di proprietà disomogenee, oppure aventi per oggetto imprese di settore diverso, di dimensione differente o, ancora, appartenenti a economie più o meno mature. La tavola 2⁴, per esempio, confronta la dinamica del rapporto EV/EBITDA riscontrata nel periodo 2005/2015 nelle economie emergenti, piuttosto che mature. Chiaramente differenti i valori e le tendenze, per quanto i dati sui mercati consolidati risultino prevedibilmente meno oscillanti rispetto a quelli dei cosiddetti BRIC.

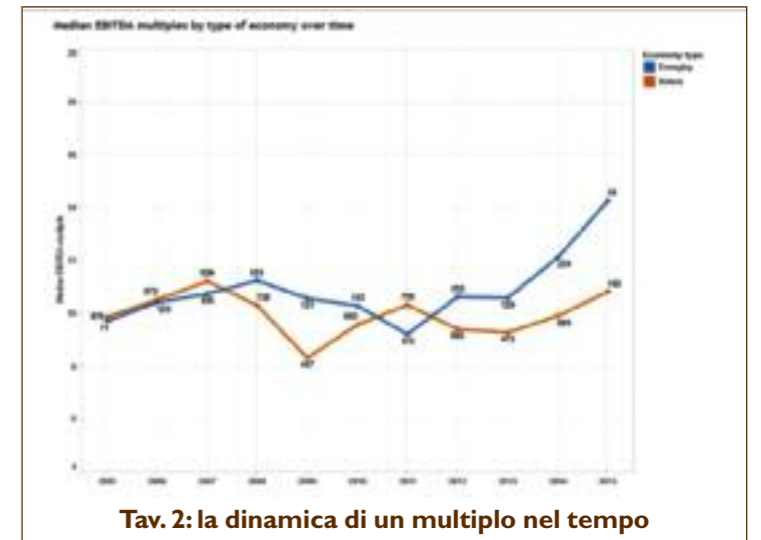
La notevole variabilità dei multipli è indice che:

- non sempre le definizioni delle grandezze contabili sono omogenee nel campione statistico⁵;
- raramente gli istituti di ricerca e le agenzie d'informazione che propongono i multipli conoscono i «numeri» reali dell'operazione⁶;
- il «prezzo» di ciascuna operazione dipende da fattori peculiari come, per esempio, la compatibilità tra impresa acquirente e acquisita, il momento in cui la transazione è conclusa, la qualità dei negoziatori delle due parti, il modo in cui il progetto è gestito.

In altri termini, è ben difficile che un multiplo possa spiegare da solo il valore di un'azienda. D'altra parte, per la facilità di applicazione, il diffuso impiego nella pratica dell'M&A li rende un sistema «auto-referenziale»: a forza di usare il multiplo per effettuare l'offerta preliminare, nell'arco di pochi mesi i valori delle operazioni tra aziende simili per settore, Paese e dimensioni tendono ad avvicinarsi a quelli risultanti dal multiplo. Miracoli del-



Tav. 1: alcuni multipli per il settore dei beni industriali



Tav. 2: la dinamica di un multiplo nel tempo

la statistica e dell'effetto annuncio. Questo metodo inoltre presenta un altro pregio oltre all'agilità applicativa: le tendenze dei multipli sono abitualmente corrette⁷ e il loro studio può quindi essere impiegato per stimare l'andamento prossimo dell'attività di M&A in termini di volumi, valori e di attrattività di un determinato comparto dell'economia. Se torniamo alla tavola 2, per esempio, notiamo che nell'ultimo biennio i multipli stanno risalendo dopo il tracollo del 2010 (figlio della crisi

¹ Autorevoli autori sostengono che la metodologia in parola lasci al valutatore troppa autonomia nel «manovrare» il valore dell'impresa oggetto di analisi, ovvero nel giustificare prezzi pre-confezionati; si veda L.Guatri e M.Bini, Valutazione d'impresa con più rigore, Il Sole 24 Ore, 19/10/2002.

² Secondo questo approccio, l'acquirente che paga l'Enterprise Value deve ricevere, senza alcuna variazione nel corrispettivo dovuto, tutti i beni, mobili e immobili, e i diritti, avviamento compreso, che l'azienda ha normalmente gestito per generare una certa redditività.

³ Analisi di distribuzione statistica svolta a partire dai dati di Mergermarket. Si veda C.Bieri, An interactive tool to track M&A transaction multiples, LinkedIn, May 20, 2015.

⁴ Mediana dei multipli sull'EBITDA pagati per acquisizioni totalitarie di società private, fonte MergerMarket.

⁵ L'EBITDA basato su bilanci con principi contabili americani, per esempio, è molto diverso rispetto al MOL costruito sul bilancio di una PMI italiana. E poi l'EBITDA può essere misurato con riferimento all'ultimo esercizio di bilancio, agli ultimi 12 mesi (TTM, Trailing Twelve Months) o ai prossimi 12 (NTM, Next Twelve Months). Per un approfondimento si veda G.Gagliardi, Come ottenere il prezzo che volete, L'Ammonitore, luglio/agosto 2013, pag. 12.

⁶ Non sempre il dato impiegato in una transazione è riportato nel relativo contratto e di rado i termini di quest'ultimo sono diffusi al pubblico per chiare ragioni di riservatezza. In pratica gli unici multipli affidabili sono quelli calcolati per le società quotate, se non che essi tendono a riferirsi ad azioni che rappresentano la minoranza del capitale e ad aziende ben diverse dalle PMI.

⁷ Così i multipli nei Paesi emergenti, a parità di settore, tendono a essere più elevati rispetto a quelli delle economie mature; oppure quelli in settori ritenuti a maggiore tasso di crescita, come l'ICT, sono superiori rispetto a quelli di settori tradizionali, come il retail.



della finanza globale) e che le imprese nelle economie emergenti risultano sempre più appetite.

Data quindi l'importanza assunta dalla tecnica in questione nell'esperienza pratica, per una disamina delle accortezze da applicare nell'applicazione dei multipli, nonché di come questi ultimi (e le grandezze contabili sottostanti) entrino in gioco nei diversi momenti contrattuali delle fasi di M&A (offerta non impegnativa, LOI, SPA...) rimandiamo a un recente articolo⁸ e a un approfondito manuale sulla due diligence⁹.

Da ultimo, si ricorda che la dottrina prevalente in tema di valutazione sostiene che il valore attribuibile a ogni impresa è generale, razionale, dimostrabile e stabile. In altre parole, il valore teorico di un'azienda sarebbe unico. La crescente consuetudine alle operazioni straordinarie,

l'ampia disponibilità d'informazioni su di esse, lo sviluppo di metodologie e prassi comuni dovrebbero agevolare la convergenza verso l'ideale valore oggettivo: nonostante ciò l'esperienza quotidiana è costellata di situazioni in cui diversi operatori valutano in maniera anche sostanzialmente difforme la medesima azienda. La ragione è semplice: l'oggettività del processo valutativo è una chimera, in quanto la scelta e l'applicazione degli strumenti forniti dalla teoria valutativa presuppone e richiede ipotesi, giudizi, intuizioni e contesti che, nei fatti, sono sovente di natura soggettiva. Il corrispettivo di una compravendita societaria, inoltre, è sempre un compromesso risultante dalla combinazione di un ampio ventaglio di elementi (si veda la tavola 3).

Ne consegue che nelle operazioni straordinarie (siano esse acquisizioni, cessioni o fusioni societarie) risulta essenziale gestire e strutturare un processo efficace affinché il prezzo (pagato, incassato o mutualmente scambiato) sia corretto rispetto al valore che l'affare in sé genera per le parti coinvolte.

Guidalberto Gagliardi

* Equity Factory S.A.
www.equityfactory.ch

⁸ AA.VV., Acquisizioni societarie: pricing, earnout e altre previsioni contrattuali relative al corrispettivo, Amministrazione & Finanza, 5/2014.

⁹ Per dettagli sulle possibili normalizzazioni si veda AA.VV., Il manuale della due diligence, Il Sole 24 Ore, 2004, da pag. 105.

¹⁰ Tra la vasta bibliografia disponibile si suggerisce di scaricare gratuitamente dal sito www.borsaitalia.com la Guida alla valutazione realizzata nel 2004 da Borsa Italiana con il contributo di studiosi, consulenti e banchieri d'affari.

