Cosa prescrivono i Piv 2026: devono essere motivati campione, dispersione, posizionamento

Comparazioni, non ci sono sosia

La stima non può basarsi su società omogenee in apparenza

Pagina a cura
DI RAFFAELE MARCELLO

Nelle valutazioni comparative di mercato l'esperto è chiamato a motivare la composizione del campione, la scelta e la misurazione dei multipli, le ipotesi sottostanti e il trattamento della dispersione dei risultati. Nei Principi italiani di valutazione (Piv), edizione 2026, applicabili dal 1° gennaio 2027, il principio III.1.40 richiede di motivare la formazione del campione di società o transazioni comparabili, la selezione dei multipli, le modalità di misurazione e le assunzioni implicite, dando conto anche delle condizioni di omogeneità rispetto all'impresa oggetto di stima.

Il principio III.1.39 riconduce le valutazioni comparative all'applicazione, a misure di stock o di flusso dell'impresa, di multipli ricavati dalle capitalizzazioni di Borsa di società quotate comparabili oppure dai prezzi riconosciuti in transazioni aventi a oggetto partecipazioni in società comparabili.

Le grandezze possono essere patrimonio netto e capitale investito, oppure ricavi, Ebitda (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization, indicatore assimilabile al margine operativo lordo), Ebit (Earnings before interest and taxes, risultato operativo), reddito netto e free cash flow (flusso di cassa disponibile).

L'obiettivo è determinare un'indicazione del valore di mercato dell'azienda o del ramo muovendo da prezzi osservati per imprese simili. I Piv ricordano, tuttavia, che non esistono "aziende sosia" e che trasferire alla società valutata profili di redditività, crescita o rischio propri delle società comparabili può produrre risultati fuorvianti.

La comparabilità si misura sui fondamentali. Il settore di appartenenza, da solo, non basta a rendere comparabili due imprese. La verifica deve comprendere, quando rilevanti, portafoglio di attività, dimensione, età dell'impresa, grado di integrazione, modello di business e qualità della governance. La verifica deve soprattutto concentrarsi sui fondamentali: redditività, tasso di reinvestimento, crescita e volatilità dei risultati. Una coincidenza di classificazione settoriale non garantisce una reale comparabilità economica.

Multipli coerenti con le grandezze aziendali. La scelta del multiplo richiede particolare attenzione. Indicatori come EV/Ebitda (capace di valutare il potenziale operativo dell'impresa), EV/Ebit (multiplo di mercato asset side tra i più rilevanti all'intero dell'approccio di mercato) o Price/Earnings (P/E, rapporto tra prezzo e utile) devono essere selezionati in funzione delle caratteristiche dell'impresa, evitando confronti tra grandezze non omogenee.

Se il riferimento è il fatturato o il risultato operativo, occorre considerare l'enterprise value (EV), ossia il valore riferibile al complesso dei finanziatori dell'attività operativa; se invece si utilizzano l'utile netto o il patrimonio netto, il confronto deve riguardare il valore del capitale proprio (equity value).

Conta anche l'allineamento temporale dei dati. I prezzi di mercato incorporano aspettative future, mentre i risultati delle imprese possono essere storici o previsionali. Occorre quindi verificare che le informazioni utilizzate siano confrontabili, soprattutto quando le previsioni delle società quotate provengono dagli analisti finanziari e quelle dell'impresa da valutare sono predisposte internamente.

Particolare cautela richiede l'Ebitda, ampiamente utilizzato perché attenua gli effetti delle diverse strutture finanziarie e politiche di ammortamento. Tuttavia, aziende con lo stesso Ebitda possono avere valori diversi per effetto di differenti fabbisogni di investimento, dinamiche del capitale circolante e profili fiscali. In questi casi può essere utile affiancare indicatori riferiti al capitale impiegato.

Quotate e transazioni, prezzi da distinguere. Anche la fonte del multiplo incide sulla qualità dell'informazione. Il principio III.1.41 richiede di distinguere tra multipli desunti da società quotate e multipli ricavati da transazioni comparabili.

Nel primo caso occorre considerare la liquidità dei titoli e il fatto che il prezzo di Borsa non esprime necessariamente il valore pro quota dell'intera entità aziendale.

Nel secondo assumono rilievo premi di controllo, eventuali sconti per illiquidità, condizioni specifiche dell'operazione e possibili sinergie riconosciute dall'acquirente.

Nelle operazioni tra parti correlate il prezzo può avere minore significatività; se è lontana nel tempo o collocata in un diverso contesto economico e finanziario, può rendere necessari opportuni aggiustamenti.

Un prezzo pagato in una precedente operazione non può quindi essere trasformato automaticamente in un multiplo applicabile alla società oggetto di stima. Quando mancano transazioni recenti e si amplia l'orizzonte temporale, l'informazione di mercato va contestualizzata alla data della valutazione, tenendo conto di variabili congiunturali (momentum), quali il livello dei tassi di interesse o la performance degli indici di Borsa del settore.

Il posizionamento della società fa la differenza. Il passaggio più delicato resta il posizionamento della società valutata nel campione. Il principio III.1.42 invita a evitare soluzioni meccaniche, come la media di multipli molto dispersi o persino l'impiego di una media anche quando la dispersione è contenuta, ma le società risultano economicamente disomogenee. Il valore centrale della distribuzione non è automaticamente quello corretto. L'esperto deve stabilire se l'impresa si collochi in prossimità della mediana, di un quartile o di un diverso punto della distribuzione, considerando i fattori che spiegano le differenze tra i multipli osservati.

La regressione può aiutare a collegare il livello del multiplo a uno o più driver significativi. Le value map (mappe di valore) permettono di rappresentare la relazione tra multipli e fondamentali economici e possono sostenere un posizionamento più argomentato della società valutata. Non si tratta di uno strumento obbligatorio in ogni stima: occorre disporre di un campione sufficientemente ampio e dati idonei a sostenere una relazione statisticamente attendibile. Se queste condizioni mancano, la regressione rischia di introdurre un'apparenza di precisione priva di un adeguato fondamento.

La dispersione non si risolve con una media. A parità di altre condizioni, una minore dispersione dei multipli può rafforzare l'attendibilità del confronto, misurabile anche attraverso il coefficiente di variazione, calcolato come rapporto tra deviazione standard e media. Se un campione restituisce multipli compresi in una forchetta ampia, la sola scelta della mediana non risolve il problema. È necessario capire perché il mercato attribuisca valori differenti: crescita, marginalità, rischio e intensità di capitale possono incidere in modo determinante.

La cautela deve aumentare quando vengono utilizzati più multipli. La sintesi conclusiva non può risolversi in una media aritmetica di risultati eterogenei, priva di una giustificazione economica. A seconda dei casi, può essere più corretto individuare intervalli di valore motivati oppure riesaminare i fondamentali per stabilire una gerarchia tra gli indicatori. Sono da evitare medie tra stime strutturalmente diverse e intervalli di valore costruiti senza criteri riconoscibili.

Il caso delle imprese in difficoltà. Un limite rilevante emerge nelle situazioni di tensione finanziaria. Per un'impresa distressed (in difficoltà finanziaria), l'applicazione dei multipli di società in condizioni ordinarie richiede specifici correttivi. Analoghe cautele riguardano i multipli di società quotate il cui debito presenti un valore di mercato sensibilmente inferiore a quello contabile: senza gli opportuni aggiustamenti, il confronto può risultare distorto.

Nella relazione conta la motivazione. Nella relazione di stima il multiplo non può essere presentato come un dato semplicemente prelevato dal mercato e applicato alla società oggetto di valutazione. Esso esprime l'esito di un processo di selezione, normalizzazione, confronto e interpretazione. I Piv richiedono che il percorso valutativo sia trasparente e verificabile: chi legge deve poter comprendere come è stato formato il campione, perché sono stati scelti determinati indicatori, come è stata trattata la dispersione e su quali elementi si fonda il posizionamento della società. Le scelte dell'esperto devono risultare ricostruibili e la documentazione deve consentire di verificare se il risultato derivi da un confronto omogeneo, coerente con la data della valutazione e con le caratteristiche dell'impresa considerata.

I controlli richiesti dai Piv 2026

Profilo	Verifica richiesta	Rischio da evitare
Campione	Motivare selezione e omogeneità delle società	Comparabili scelti solo per settore
Multiplo	Verificare coerenza tra numeratore e denominatore	Grandezza enterprise accostata a valore equity
Dati	Allineare dati storici e prospettici	Previsioni riferite a scenari differenti
Fonte	Distinguere quotate e transazioni comparabili	Premi o sinergie non trasferibili
Tempo	Esaminare la data delle transazioni	Contesti di mercato diversi
Dispersione	Analizzare variabilità e cause	Media o mediana meccanica
Posizionamento	Collocare la società in funzione dei driver	Uso automatico del valore centrale
Regressione	Verificare significatività della value map	Precisione statistica solo apparente
Più multipli	Ricercare convergenza o una gerarchia	Medie tra risultati eterogenei
Distress	Verificare il profilo finanziario	Multipli di imprese sane senza correttivi

© Riproduzione riservata