



ORDINE  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

## METODO DEI MULTIPLI NELLE VALUTAZIONI DELLE PMI

### *FATTORI QUALITATIVI ED EVIDENZE EMPIRICHE DEL TERRITORIO BRESCIANO*

## COMMISSIONE VALUTAZIONI D'AZIENDA E FINANZA STRAORDINARIA D'IMPRESA

Delegato: Mazzu' Federico – Coordinatore: Magnino Ferdinando  
Componenti: Bicocchi Andrea, Chessa Filippo, Chiarelli Francesco, Federici  
Teresa, Gobbini Federico, Menni Andrea, Novali Stefania, Pezzola Paolo,  
Questa Marco, Quilleri Alessandro, Sandrini Riccardo, Uberti Claudio,  
Zanotti Stefania

**Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili**

Via Marsala 17 – 25122 Brescia

Tel. 030 3752348 – 3754670 – Fax 030 3752913 – 3754876

C.F.-P.IVA 02953440985

**[commercialisti.brescia.it](http://commercialisti.brescia.it)**

# Sommario

<b>PREMESSA.....</b>	4
<b>CAPITOLO 1 - Introduzione .....</b>	6
1.1 <b>Valutazione con il metodo dei multipli .....</b>	6
1.2 <b>Tipologie di multipli .....</b>	6
1.3 <b>Multipli di borsa e multipli transazionali .....</b>	7
1.4 <b>Costruzione dei multipli .....</b>	8
1.5 <b>Asset side ed equity side.....</b>	8
1.6 <b>Impiego dei multipli .....</b>	9
1.7 <b>Confronto con altre metodologie .....</b>	11
<b>CAPITOLO 2 – Difficoltà nel reperimento dati.....</b>	12
2.1. <b>L'asimmetria informativa tra società quotate e non quotate.....</b>	12
2.2. <b>Differenze settoriali e limiti della comparabilità nell'analisi del territorio bresciano..</b>	12
2.3 <b>Le problematiche di riservatezza.....</b>	13
2.4 <b>Considerazioni metodologiche .....</b>	13
<b>CAPITOLO 3 - Definizione di EBITDA e di EBITDA “normalizzato”.....</b>	15
3.1 <b>Cos'è la normalizzazione dell'EBITDA e perché è importante.....</b>	16
3.2 <b>Origine e limiti della procedura.....</b>	16
3.3 <b>Come si effettua la normalizzazione dell'EBITDA.....</b>	16
3.4 <b>Rettifiche dell'EBITDA.....</b>	17
3.5 <b>Definizione di P.F.N. o Posizione finanziaria Netta .....</b>	19
3.6 <b>Rettifiche della PFN .....</b>	19
<b>Capitolo 4 – I fattori qualitativi influenti sul valore d'impresa.....</b>	27
4.1. <b>Qualità della gestione e della governance .....</b>	27
4.2. <b>Stabilità e qualità dei risultati economici.....</b>	28
4.3. <b>Struttura finanziaria e capitale circolante .....</b>	29
4.4. <b>Posizionamento competitivo e diversificazione .....</b>	29
4.5. <b>Efficienza operativa e capitale umano .....</b>	30
4.6. <b>Fattori straordinari, eventi non ricorrenti e coerenza contabile.....</b>	30
4.7. <b>Prospettive di sviluppo e fattori ESG .....</b>	30
<b>CAPITOLO 5 - Altri aspetti rilevanti.....</b>	31
<b>CAPITOLO 6 - Esempi pratici e casi bresciani: analisi dei multipli EV/EBITDA .....</b>	35
6.1 <b>Le principali evidenze .....</b>	35
6.2 <b>Distribuzione dei Multipli EV/EBITDA.....</b>	36

<b>6.3 Analisi per Settore .....</b>	37
<b>6.4 Analisi per Anno .....</b>	38
<b>6.5 Analisi per Classe di Ricavi .....</b>	38
<b>6.6 Appendice - Tabelle di Sintesi .....</b>	39
<b>6.7 Guida Operativa all'Uso del Report .....</b>	40
<b>6.8 Esempi Pratici .....</b>	40
<b>Nota metodologica – Tabella “Beta levered e multipli”.....</b>	45
<b>CAPITOLO 7 - Differenze nella valutazione tra società di persone e società di capitali.....</b>	47
<b>7.1. Aspetti Civilistici.....</b>	47
<b>7.2. Aspetti Economico-Finanziari .....</b>	47
<b>7.3. Aspetti Fiscali.....</b>	48
<b>7.4. Normalizzazione dell'EBITDA .....</b>	48
<b>7.5. Aspetti Soggettivi e di Mercato.....</b>	49
<b>7.6. Griglia di Valutazione Qualitativa.....</b>	50
<b>7.7. Liquidità e trasferibilità della partecipazione .....</b>	52
<b>7.8 Conclusione.....</b>	52
<b>CAPITOLO 8 - Integrazione ESG nella valutazione aziendale .....</b>	54
<b>8.1 Fattori ESG e valutazione d'azienda .....</b>	54
<b>8.2 Definizioni adottate dall'Unione Europea con riferimento alla rilevanza (materiality)57</b>	57
<b>8.3 I principi di valutazione .....</b>	59
<b>8.4 Le connessioni dei fattori ESG al valore aziendale .....</b>	63
<b>8.5 (Tentativo di) Applicazione pratica dei concetti teorici esposti.....</b>	64
<b>8.6 Conclusioni .....</b>	66
<b>SUGGERIMENTI DI LETTURA.....</b>	68

## PREMESSA

La valutazione d'impresa costituisce un tema centrale nell'ambito della consulenza economico-aziendale e della professione del dottore commercialista. Non si tratta esclusivamente di quantificare un valore numerico, bensì di sintetizzare una pluralità di elementi economici, patrimoniali, finanziari e strategici che concorrono alla rappresentazione di ciò che l'impresa è in grado di generare nel futuro. In tale ottica, la valutazione assume la funzione di un linguaggio comune tra la disciplina economico-aziendale, la dimensione giuridica e la finanza.

Negli ultimi decenni, l'evoluzione dei mercati, lo sviluppo della finanza straordinaria e l'ampia disponibilità di dati hanno favorito l'affermarsi di strumenti e metodologie di stima sempre più complessi e articolati. Tra questi, un ruolo di principale rilievo, soprattutto per operazioni di M&A di aziende medio-grandi, lo ha sempre avuto la cosiddetta metodologia finanziaria c.d. dei flussi di cassa attualizzati o, in gergo, metodologia dei *Discounted Cash Flow (DCF)*, alla quale, nei processi valutativi, di norma, come strumento di controllo, si è quasi sempre affiancato la metodologia, più empirica, dei c.d. "multipli di mercato".

Nella prassi valutativa di questi ultimi anni, soprattutto per l'effetto combinato di:

- una presenza sempre maggiore di Fondi e/o di Investitori istituzionali sul mercato delle operazioni di M&A;
- una crescente apertura del capitale "a terzi" operatori – anche finanziari - da parte delle PMI italiane,

si è assistito ad una sorta di cambio di paradigma nei termini per cui l'individuazione di multipli di mercato è divenuta la metodologia valutativa principale e la metodologia *DCF* il termine di confronto.

Il metodo dei multipli si basa sul principio secondo cui il valore di un'impresa può essere desunto dal comportamento del mercato rispetto a imprese comparabili, operanti in settori affini e con caratteristiche analoghe in termini di dimensione, redditività e struttura. Si traduce dunque nell'applicazione di un coefficiente moltiplicativo — desunto da un campione di imprese comparabili — a una grandezza economico-finanziaria dell'impresa oggetto di valutazione (ad esempio, EBITDA, EBIT, utile netto o ricavi).

Tuttavia, se da un lato il metodo promette semplicità e rapidità, dall'altro richiede la piena consapevolezza della sua natura di valutazione relativa — e della conseguente necessità di una corretta selezione del campione, di coerenti rettifiche alle grandezze operative (e.g., EBITDA, PFN) e di un'adeguata motivazione delle scelte effettuate. Le criticità principali emergono, tra le altre, quando il campione non risulta sufficientemente omogeneo oppure quando l'impresa oggetto di stima presenta profili particolarmente distinti (settore, geografia, dimensione).

Il presente quaderno nasce con l'obiettivo di fornire un percorso organico e il più possibile operativo per la valutazione d'impresa mediante multipli di mercato, con

un taglio che unisce rigore metodologico e concretezza professionale. I capitoli successivi approfondiranno le principali fasi del processo: la definizione e selezione del campione comparabile, la determinazione e applicazione dei multipli, le rettifiche necessarie (ad esempio, sull'EBITDA, sulla posizione finanziaria netta, su elementi non ricorrenti), nonché le variabili qualitative che affiancano ed integrano la stima effettuata e che, spesso, possono condizionare – anche in misura rilevante – la fase negoziale.

Nel presente lavoro vengono presentati alcuni casi reali ed esempi applicativi, con particolare riferimento al contesto territoriale della provincia di Brescia e alle relative operazioni di M&A effettuate, al fine di dare una concreta rappresentazione del mercato locale e tentare di rafforzare l'integrazione tra teoria e prassi professionale. Ancora, nell'ambito delle valutazioni d'azienda, è opportuno considerare anche le differenze strutturali tra società di persone e società di capitali, che incidono tanto sui profili economico-aziendali quanto sulle implicazioni giuridico-fiscali della stima. In ultimo, un ulteriore aspetto di crescente rilievo riguarda l'integrazione dei fattori ESG (*Environmental, Social, Governance*) nella determinazione del valore attribuibile a compendi aziendali oggetto di operazioni straordinarie.

Tenendo ben presente che ogni valutazione è un esercizio di giudizio tecnico-professionale, il presente quaderno è altresì concepito come strumento di lavoro — destinato a supportare il professionista iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili, il revisore, il consulente aziendale — e come risorsa di aggiornamento culturale e metodologico.

Sarà cura del singolo professionista interessato alla tematica integrare ed aggiornare il presente elaborato alla luce delle evoluzioni normative, giurisprudenziali e metodologiche che, a livello nazionale e internazionale, riguardano la complessa materia della valutazione d'azienda.

# CAPITOLO 1 - Introduzione

## 1.1 Valutazione con il metodo dei multipli

La misurazione del valore dell'impresa rappresenta una componente fondamentale per la formazione di imprenditori, manager, professionisti e consulenti. Questa risulta imprescindibile nelle operazioni di finanza straordinaria e di M&A, in quanto è in grado di fornire evidenze e certezze riguardo l'esistenza di un determinato valore del capitale, permettendo così di regolare i rapporti tra i soci attuali o potenziali dell'impresa. In particolare, essa riveste un ruolo cruciale nei processi di fusione e acquisizione, nei conferimenti, nelle operazioni di quotazione e delisting, così come nelle controversie societarie e fiscali.

Nella pratica professionale, una metodologia valutativa che, come accennato in Premessa, si è molto diffusa negli ultimi anni e che, sempre più si è affiancata - anche sostituendola - a quella finanziaria dei c.d. DCF, è quella dei multipli di mercato. Tale metodologia consente di stimare il valore di un'impresa a partire dai prezzi di mercato rilevati per partecipazioni al capitale di società comparabili, operanti in condizioni analoghe per dimensione, settore e caratteristiche economico-finanziarie.

I multipli risultano essere quindi dei "semplici" rapporti tra un prezzo desunto dal mercato a numeratore e una grandezza aziendale a denominatore. Ovviamente deve sussistere un nesso di causalità tra numeratore e denominatore, poiché, in caso contrario, il multiplo esprimerebbe una misura priva di senso.

## 1.2 Tipologie di multipli

Nella letteratura e nella prassi professionale è consuetudine distinguere diverse tipologie di multipli, in base alle caratteristiche del prezzo e delle grandezze aziendali considerate:

- Multipli di borsa e multipli transazionali, a seconda della natura del prezzo impiegato per la costruzione del multiplo (rispettivamente, prezzo di mercato o prezzo derivante da operazioni di compravendita);
- Multipli basati su grandezze economico-patrimoniali o industriali, in funzione della natura della variabile posta al denominatore del multiplo;
- Multipli "asset side" ed "equity side", a seconda che il numeratore rappresenti il valore del capitale investito netto (enterprise value) o del capitale netto (equity value);
- Multipli correnti, trailing e leading, in relazione alla dimensione temporale della grandezza aziendale posta a denominatore. In particolare, si parla di multipli correnti quando si utilizza la grandezza (i.e ricavi, Ebitda, Ebit, utile) di riferimento desumibile dell'ultimo bilancio disponibile, di multipli trailing quando si considera la grandezza calcolata sulla base dei dodici mesi precedenti la data di riferimento del prezzo posto a numeratore, e di multipli leading quando si adotta la grandezza di riferimento attesa.

### 1.3 Multipli di borsa e multipli transazionali

I multipli di borsa sono costruiti muovendo dal prezzo delle azioni dell'impresa cui si riferiscono quotate nel mercato azionario nel quale le stesse sono scambiate.

I multipli di transazione, invece, sono costruiti muovendo dal prezzo negoziato nell'ambito di operazioni di M&A, siano esse relative a società quotate o non quotate.

La misura del valore espressa da queste due tipologie di multipli, risulta essere difficilmente confrontabile in maniera diretta, poiché la natura del prezzo utilizzato per la costruzione dei multipli è diversa e riflette contesti di formazione del valore distinti.

Il prezzo delle azioni quotate in borsa deriva da operazioni di compravendita concluse in mercati regolamentati, regolate in denaro e aventi per oggetto pacchetti azionari generalmente rappresentativi di partecipazioni di minoranza nel capitale dell'impresa emittente. Poiché gli investimenti in titoli negoziati su mercati regolamentati sono generalmente caratterizzati da elevata liquidità, il prezzo di tali azioni, pur riferendosi a partecipazioni di minoranza, non incorpora solitamente uno sconto per mancanza di liquidità. Inoltre, nel caso di imprese operanti in settori interessati da processi di concentrazione, il prezzo di mercato può riflettere anche una parte dei benefici o delle sinergie attese derivanti da tali dinamiche.

Per quanto riguarda il prezzo negoziato nell'ambito di una transazione conclusa al di fuori del mercato borsistico, si può affermare che questo è funzione delle sue caratteristiche. Gli aspetti più rilevanti sono rappresentati dall'oggetto della transazione, dalle modalità con le quali la stessa viene regolata, dalla presenza di specifici obblighi a carico alle parti.

La transazione può riguardare diverse tipologie di asset, come l'intero capitale di un'impresa, una quota di controllo, una partecipazione di minoranza oppure un singolo ramo o complesso aziendale. Quando l'operazione comporta il trasferimento del controllo, il prezzo pattuito tende spesso a riflettere anche le sinergie e i vantaggi economici che l'acquirente prevede di realizzare a seguito dell'acquisizione. Al contrario, nel caso di cessioni di quote di minoranza, il valore negoziato può risultare inferiore, in quanto tiene conto della limitata capacità di influenzare le decisioni strategiche dell'impresa.

La regolamentazione di una transazione può avvenire attraverso diverse modalità. Tra le più comuni vi sono il pagamento in unica soluzione (regolazione per cassa) oppure l'attribuzione al venditore di quote del capitale dell'impresa acquirente, come avviene, ad esempio, nelle operazioni di acquisizione attraverso fusioni o conferimenti.

Inoltre, è sempre più frequente che una parte del prezzo venga corrisposta successivamente al perfezionamento dell'operazione, condizionata al verificarsi di specifiche condizioni o target prestabiliti (c.d. earn out).

Il contratto che disciplina la transazione può includere anche specifici impegni a carico delle parti, i quali influiscono, in misura variabile, sulla determinazione del

prezzo finale. Tra tali impegni si annoverano, ad esempio, clausole che impongono al venditore di astenersi dall'attività in concorrenza con l'impresa ceduta, di destinare una parte del corrispettivo percepito a nuovi investimenti nella società, o di riacquistare le partecipazioni cedute al verificarsi di determinate condizioni. Analogamente, anche l'acquirente può essere soggetto a obblighi contrattuali, quali il rispetto di specifici piani di investimento, o, nel caso di acquisizioni di imprese in difficoltà, il mantenimento di certi livelli occupazionali per un periodo prestabilito. In sintesi, mentre i multipli di borsa riflettono valori di mercato liquidi ma generalmente di minoranza, i multipli transazionali incorporano premi/sconti legati al controllo, alla liquidità e alle specifiche condizioni negoziali, rendendo necessaria particolare attenzione nell'utilizzo congiunto delle due tipologie.

#### **1.4 Costruzione dei multipli**

Sia i multipli di borsa sia i multipli di transazione vengono solitamente costruiti ricorrendo, al denominatore, a grandezze economiche/patrimoniali oppure a grandezze industriali.

Le prime includono indicatori di performance o di struttura patrimoniale, come i ricavi, l'EBITDA, l'EBIT, l'utile netto, il patrimonio netto o il capitale investito. Le seconde, invece, fanno riferimento a parametri strettamente legati al settore di appartenenza, considerati rappresentativi della dimensione o della capacità produttiva dell'impresa. Ad esempio, nel comparto alberghiero può essere utilizzato il numero di stanze, mentre nell'editoria il numero di copie vendute; questi elementi costituiscono un possibile indicatore adottato per la costruzione dei multipli. La scelta del parametro dipende dalla capacità dello stesso di rappresentare i driver di valore specifici del settore.

È importante sottolineare che la scelta tra grandezze economico-patrimoniali e industriali deve considerare la significatività del parametro nel settore di riferimento e la disponibilità di dati comparabili. Mentre le grandezze economico-patrimoniali permettono confronti cross-settoriali, quelle industriali offrono maggiore precisione all'interno di settori specifici.

#### **1.5 Asset side ed equity side**

Il metodo dei multipli, al pari degli altri metodi di valutazione, può essere impiegato sia nella variante asset side che in quella equity side.

I multipli asset side sono costruiti ponendo in relazione l'entreprise value e una grandezza aziendale di natura operativa.

Nel caso dei multipli di borsa, l'entreprise value corrisponde alla somma tra la capitalizzazione di borsa e la posizione finanziaria netta. Invece nel caso dei multipli di transazioni, alla somma tra quest'ultima e il prezzo negoziato nell'ambito della transazione (assumendo che la transazione cui si riferisce il multiplo abbia ad oggetto l'intero capitale dell'impresa).

I multipli equity side sono costruiti ponendo in relazione l'equity value e una grandezza aziendale riferibile all'area di capitale di rischio.

Nel caso dei multipli di borsa, l'equity value corrisponde alla capitalizzazione di borsa. Invece, nel caso dei multipli di transazione, al prezzo negoziato nell'ambito della transazione (sempre assumendo che la transazione cui si riferisce il multiplo abbia ad oggetto l'intero capitale dell'impresa).

Nel caso della valutazione delle imprese diverse dagli intermediari finanziari, è particolarmente frequente il ricorso ai multipli asset side di grandezze economiche. In particolare, il multiplo più diffuso è quello dato dal rapporto tra l'entreprise value e l'EBITDA (EV/EBITDA). Seguono poi i multipli EV/Ricavi ed EV/EBIT.

## 1.6 Impiego dei multipli

L'utilizzo del metodo dei multipli si articola sinteticamente nelle seguenti principali fasi:

- l'identificazione di un gruppo sufficientemente ampio di imprese quotate comparabili a quella oggetto della valutazione;
- l'identificazione di transazioni comparabili recenti
- la costruzione dei multipli delle imprese quotate comparabili;
- la determinazione della misura dei multipli da impiegare nella stima;
- la stima del valore dell'impresa.

Per l'applicazione efficace del metodo dei multipli, è imprescindibile che l'analista selezioni un gruppo di società quotate che presentino caratteristiche sostanzialmente comparabili a quelle dell'impresa oggetto di valutazione, in modo da costituire un benchmark robusto e rappresentativo.

In linea di principio, la comparabilità dovrebbe essere valutata sotto diversi profili, tra i quali, ad esempio, i seguenti:

- l'attività svolta;
- la dimensione;
- i mercati serviti;
- il modello di business;
- il livello di indebitamento.
- la redditività e margini;
- la struttura del capitale e ciclo finanziario (*working capital*);
- gli accounting standards (OIC vs IFRS).

Nel caso dei multipli transazionali, ai criteri sopra elencati si aggiungono ulteriori elementi di comparabilità specifici:

- tipologia di transazione (acquisizione totale, parziale, fusione)
- presenza di premi di controllo o sconti di minoranza
- modalità di pagamento (cash, share deal, earn-out)
- tempistica della transazione (per catturare il ciclo di mercato)
- presenza di sinergie industriali o finanziarie"

Detto ciò, è noto che non esistono imprese perfettamente identiche. Per questo motivo, i criteri di selezione delle società da assumere come benchmark devono essere definiti in modo da bilanciare due esigenze fondamentali: da un lato, assicurare un adeguato grado di comparabilità tra le imprese selezionate e quella

oggetto di valutazione; dall'altro, garantire la disponibilità di un campione sufficientemente ampio di società confrontabili.

Nella pratica professionale emergono, però, numerose difficoltà legate all'individuazione di comparabili adeguati.

La letteratura ha più volte sottolineato come la mancanza di criteri oggettivi e condivisi nella definizione del campione costituisce una delle principali debolezze dell'approccio.

Un ulteriore fattore critico riguarda la disponibilità delle informazioni. Per le società quotate, i dati finanziari e i multipli di mercato risultano generalmente accessibili attraverso fonti ufficiali, banche dati specializzate e report di analisti. Diversamente, per le imprese non quotate, che costituiscono la maggioranza del tessuto economico in molti Paesi, le informazioni disponibili sono spesso incomplete, datate o di affidabilità incerta, complicando la definizione di benchmark consistenti e attendibili. Per i multipli transazionali esistono database specializzati, che tuttavia spesso risultano popolati solo per transazioni aventi per oggetti aziende di medie e grandi dimensioni.

I multipli di mercato sono intrinsecamente influenzati da numerosi fattori, quali le condizioni economiche, i contesti settoriali, le aspettative degli investitori, le dinamiche di mercato e i cicli economici; tali elementi possono determinare variazioni significative nei valori rilevati, riducendone l'affidabilità.

La valutazione si complica ulteriormente quando è necessario considerare le caratteristiche economiche sottostanti le transazioni, come i termini contrattuali, i ruoli delle parti coinvolte, le specificità dei beni o servizi e il contesto economico di riferimento.

Nell'analisi comparativa è essenziale identificare eventuali differenze rilevanti tra le imprese, applicare rettifiche per rendere i dati confrontabili e approfondire i casi di risultati anomali, come utili eccezionali o perdite straordinarie. Eventi straordinari, ad esempio la pandemia da COVID-19, possono inoltre compromettere la comparabilità dei dati, creando disallineamenti temporali tra la chiusura dell'esercizio e la disponibilità delle informazioni pubbliche.

Sotto l'aspetto metodologico, a supporto dei professionisti che si cimentano in attività di stima e valutazione d'azienda attraverso il ricorso al metodo dei multipli - in un contesto particolarmente complesso come quello più sopra descritto ed in presenza, spesso, di marcate differenze settoriali – per l'individuazione di panel di aziende comparabili, potrebbe risultare utile la “Guida alla Valutazione” edita da Borsa Italiana di cui si riporta, nella tabella sottostante, un possibile schema logico:

La tabella successiva riassume le alternative percorribili per la scelta delle società comparabili			
Confronto	Mercato di quotazione	Parametri quantitativi	Parametri qualitativi

Infrasettoriale	Nazionale	<ul style="list-style-type: none"> <li>– RoCE, livello e crescita dei margini operativi, turnover</li> <li>– Fatturato (dimensione, crescita e composizione)</li> <li>– Attivo (dimensione e composizione)</li> <li>– Struttura finanziaria</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Posizionamento competitivo</li> <li>– Track record innovazioni</li> <li>– Business model</li> </ul>
	Internazionale	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Parametri del confronto nazionale</li> <li>– Necessità di depurare i dati dagli effetti dovuti a differenti politiche di bilancio e trattamento fiscale</li> </ul>	
Intersetoriale	Nazionale e Internazionale	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Business model</li> <li>– Value driver</li> </ul>	

Per tutto quanto sopra esposto, è comunque consigliabile non basarsi esclusivamente sui multipli, ma integrarli con altre metodologie di valutazione per ottenere stime più solide e affidabili.

### 1.7 Confronto con altre metodologie

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (DCF) rappresenta, secondo numerosi autori, l'approccio più teoricamente fondato in quanto si basa sulla capacità prospettica dell'impresa di generare valore attraverso i flussi di cassa futuri (Koller et al., 2020). Tuttavia, anche questo metodo non è esente da limiti, legati soprattutto alla difficoltà di stimare in maniera attendibile variabili prospettiche in contesti di elevata incertezza. Gli approcci basati sugli asset, d'altro canto, appaiono più adeguati a imprese caratterizzate da patrimoni tangibili rilevanti, ma meno adatti in settori knowledge-intensive.

In questo quadro, i multipli di mercato assumono una funzione complementare: pur presentando limiti intrinseci, essi offrono un riscontro empirico che consente di “ancorare” la valutazione a valori osservati nel mercato.

## CAPITOLO 2 – Difficoltà nel reperimento dati

Uno degli aspetti più complessi e, al tempo stesso, più rilevanti per l'applicazione del metodo dei multipli di mercato è rappresentato dal reperimento di dati attendibili e comparabili.

Se, infatti, la logica del metodo è apparentemente semplice – stimare il valore di un'impresa sulla base dei prezzi osservati in operazioni simili – la sua applicazione concreta, soprattutto nel contesto delle piccole e medie imprese non quotate, presenta numerose criticità di ordine informativo, metodologico e qualitativo, che il professionista deve saper riconoscere e gestire attraverso tecniche di aggiustamento e normalizzazione.

### 2.1. L'asimmetria informativa tra società quotate e non quotate

Nella prassi internazionale, la maggior parte delle analisi basate sui multipli si fonda su dati riferiti a imprese quotate, per le quali è disponibile un flusso informativo ampio, trasparente e costantemente aggiornato.

Le società non quotate, invece, costituiscono la quasi totalità del tessuto economico italiano – e in particolare lombardo – ma si caratterizzano per una limitata disponibilità di informazioni pubbliche: i bilanci depositati, pur rappresentando una base indispensabile, non sempre forniscono elementi sufficientemente dettagliati per ricostruire in modo attendibile i flussi economico-finanziari normalizzati, la posizione finanziaria netta o la struttura contrattuale delle operazioni di cessione.

Le stesse informazioni qualitative (composizione della clientela, andamento dell'order book, struttura dei costi, piani di sviluppo) rimangono per lo più riservate, rendendo complesso il confronto con altri operatori.

Per ovviare a tali limitazioni, il professionista può ricorrere a database specializzati, analisi di settore pubblicate da associazioni di categoria e studi di banche d'affari su operazioni comparabili.

Quando i comparables diretti non sono disponibili, il professionista può adottare strategie alternative:

- Comparables internazionali aggiustati: società quotate estere dello stesso settore, con correzioni per rischio paese e dimensione
- Comparables di settori affini: aziende con modelli di business simili ma in settori adiacenti
- Transazioni precedenti della stessa azienda: multipli impliciti in aumenti di capitale o cessioni parziali
- Multipli sintetici: costruiti partendo da società quotate e applicando sconti empirici per dimensione e liquidità (tipicamente 20-30% per PMI sotto i 50M€)

### 2.2. Differenze settoriali e limiti della comparabilità nell'analisi del territorio bresciano

Una difficoltà è derivata dalla forte eterogeneità settoriale del tessuto imprenditoriale bresciano.

Le operazioni considerate spaziano infatti tra manifattura, servizi, commercio e logistica, settori caratterizzati da dinamiche economiche, margini operativi e strutture patrimoniali profondamente differenti.

Anche all'interno di uno stesso comparto (ad esempio, la meccanica), le differenze di scala, di specializzazione tecnologica o di esposizione internazionale determinano livelli di redditività e di leva finanziaria difficilmente comparabili. Ciò ha reso necessario un attento lavoro di clusterizzazione dei dati e di analisi della varianza dei multipli, per evitare interpretazioni fuorvianti e garantire un utilizzo prudente dei risultati ai fini valutativi.

Inoltre, per gestire tali differenze, è possibile applicare:

- Regression analysis: per identificare i driver del valore e correggere i multipli
- Percentili settoriali: utilizzare il 25°, 50° e 75° percentile invece della semplice media
- Aggiustamenti per crescita: correggere i multipli per tassi di crescita differenti (PEG ratio)
- Normalizzazione per capitale investito: rapportare i multipli all'intensità di capitale"

### **2.3 Le problematiche di riservatezza**

Le informazioni utilizzate per il presente lavoro provengono da fonti professionali riservate che hanno condiviso, in forma anonima, dati sintetici e non riconducibili a singoli operatori.

Pur nella consapevolezza che la mancanza di dati identificativi può ridurre la possibilità di analisi di secondo livello (per esempio su governance, continuità gestionale o politiche di investimento), la scelta di mantenere l'anonimato è stata imprescindibile per rispettare i vincoli deontologici e professionali connessi all'attività di consulenza.

### **2.4 Considerazioni metodologiche**

Le difficoltà sopra descritte confermano che l'applicazione del metodo dei multipli nel contesto delle PMI non quotate richiede un approccio fortemente critico e interpretativo.

L'analista non può limitarsi a utilizzare valori medi o mediani di mercato, ma deve interpretare ogni dato alla luce delle caratteristiche specifiche dell'operazione e del contesto in cui essa si colloca.

Il lavoro della Commissione, in questo senso, non si è limitato a un esercizio statistico, ma ha voluto proporre un modello di collaborazione e condivisione tra colleghi, finalizzato a promuovere una cultura della valutazione d'impresa più trasparente, metodologicamente solida e aderente alla realtà del tessuto economico bresciano.

Il campione di operazioni analizzato nel presente quaderno – riportato nel Capitolo 6 – è stato costruito a partire da transazioni effettivamente avvenute, in forma anonima e aggregata, grazie al contributo diretto dei componenti della Commissione.

Ogni transazione (anonima) è stata oggetto di verifica e di uniformazione dei dati di base, al fine di consentire la comparabilità delle informazioni tra operazioni diverse per settore, dimensione e periodo.

Si tratta dunque di un dataset unico nel suo genere, che riflette con rigore e realismo le dinamiche del mercato locale delle PMI, offrendo una fotografia concreta dei multipli effettivamente applicati in ambito negoziale nel territorio bresciano negli ultimi anni.

Il lavoro della Commissione ha mostrato che, anche a fronte di un campione numericamente non significativo, la dispersione dei multipli (EV/EBITDA compresi tra circa 3× e 9×, con media intorno a 6×) riflette più le differenze qualitative tra le imprese che non semplici effetti di mercato.

Ciò conferma la necessità di integrare i multipli con analisi di tipo reddituale o finanziario (DCF, patrimoniale), al fine di verificare la coerenza dei risultati e contenere il rischio di sovra- o sottovalutazioni.

## CAPITOLO 3 - Definizione di EBITDA e di EBITDA "normalizzato"

Dopo aver esaminato le difficoltà nel reperire comparables appropriati, il presente capitolo affronta uno degli aspetti più critici nell'applicazione del metodo dei multipli: la corretta determinazione dell'EBITDA e la sua normalizzazione.

L'EBITDA rappresenta la grandezza di riferimento più utilizzata nella costruzione del multiplo EV/EBITDA, ampiamente diffuso nelle operazioni di M&A per la sua capacità di esprimere la redditività operativa dell'impresa al lordo delle politiche finanziarie, fiscali e di ammortamento. Tuttavia, la sua apparente semplicità nasconde complessità significative, soprattutto quando si tratta di rendere comparabili aziende diverse o di identificare la reale capacità reddituale ricorrente di un'impresa.

Nel contesto delle PMI italiane, la determinazione di un EBITDA "normalizzato" assume particolare rilevanza per diverse ragioni:

- La frequente presenza di componenti straordinarie o non ricorrenti nei bilanci
- Le politiche di bilancio influenzate da considerazioni fiscali più che gestionali
- La commistione tra sfera aziendale e personale tipica delle imprese familiari
- Le differenze nei principi contabili applicati (OIC vs IFRS)

Il capitolo si articola in tre sezioni principali. La prima fornisce la definizione tecnica di EBITDA e le modalità di calcolo a partire dai prospetti di bilancio civilistici. La seconda esamina il processo di normalizzazione, identificando le principali rettifiche necessarie per depurare il risultato da componenti non ricorrenti, straordinarie o non pertinenti alla gestione caratteristica. La terza sezione, attraverso esempi pratici, illustra l'applicazione delle rettifiche più comuni nel contesto delle PMI.

L'obiettivo è fornire al professionista una metodologia rigorosa e replicabile per determinare un EBITDA che rifletta l'effettiva capacità dell'impresa di generare margini operativi sostenibili nel tempo, base indispensabile per l'applicazione di multipli che conducano a valutazioni tecnicamente corrette e difendibili.

È importante sottolineare che le rettifiche qui proposte devono essere applicate con giudizio professionale, considerando le specificità del caso concreto e documentando sempre le scelte effettuate. La normalizzazione non è un processo meccanico ma richiede comprensione approfondita del business, del settore e del contesto specifico dell'operazione valutativa.

*EBITDA: Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization.*

Nel bilancio civilistico italiano si identifica come:

valore della produzione (A) – costi della produzione (B) (+ ammortamenti e accantonamenti operativi).

L'EBITDA "normalizzato" è una proxy del flusso di cassa 'normale' ed è quindi la base per la valutazione di azienda. Infatti, l'EBITDA, pur non essendo un flusso di cassa in senso stretto (perché non considera la variazione del capitale circolante, gli investimenti in beni strumentali e le imposte), è spesso utilizzato come una buona

approssimazione del flusso di cassa generato dalla gestione operativa "normale" dell'azienda.

### **3.1 Cos'è la normalizzazione dell'EBITDA e perché è importante**

La normalizzazione è un processo che mira a determinare il livello "normale" o sostenibile di un determinato flusso economico o finanziario, come ad esempio un reddito o un flusso di cassa. Questo si ottiene eliminando dal calcolo tutti quegli elementi che sono eccezionali, straordinari o non legati alla gestione ordinaria e caratteristica dell'azienda. In altre parole, si cerca di capire quale sia il risultato economico che l'impresa può realisticamente mantenere nel tempo, senza essere influenzata da eventi isolati o politiche contabili particolari.

L'obiettivo principale è quello di fornire un indicatore più realistico e sostenibile della "reale" performance aziendale. Questo è particolarmente utile in contesti come le valutazioni aziendali o le due diligence, dove è fondamentale avere una visione chiara e stabile della redditività "reale" dell'impresa.

### **3.2 Origine e limiti della procedura**

La normalizzazione è stata introdotta inizialmente dagli analisti finanziari per valutare le società quotate. Tuttavia, non esiste un principio contabile ufficiale, né italiano né internazionale, che ne disciplini l'applicazione. Di conseguenza, si tratta di una procedura soggettiva, che deve essere accompagnata da opportune limitazioni e spiegazioni quando viene inserita in un report, ad esempio in una due diligence.

### **3.3 Come si effettua la normalizzazione dell'EBITDA**

Il processo consiste nell'identificare e rettificare determinati elementi del conto economico, che possono essere suddivisi in tre categorie principali:

#### *a) Elementi straordinari o non ricorrenti*

Componenti di reddito che si verificano raramente o una sola volta (es. eventi "una tantum").

Elementi che in passato erano ricorrenti, ma che non lo saranno più (es. cambiamenti nei principi contabili).

Effetti di operazioni di natura straordinaria, come la vendita di immobili o impianti, anche se non classificati formalmente come straordinari.

#### *b) Anomalie di bilancio*

Movimenti anomali nei fondi, come accantonamenti o rilasci non legati alla gestione ordinaria.

Politiche di bilancio adottate dal management per migliorare artificialmente gli indicatori di performance (es. capitalizzazioni aggressive, ammortamenti particolari, ecc.).

Errori contabili rilevati durante l'analisi del bilancio.

#### *c) Altri elementi*

Riclassificazioni di costi e ricavi: a volte si includono nell'EBITDA elementi non operativi, oppure si escludono elementi operativi. Non sempre si tratta di errori, ma è importante valutarli con attenzione.

### **3.4 Rettifiche dell'EBITDA**

L'analisi dell'EBITDA è svolta, nel contesto di un lavoro di "due diligence" contabile e finanziaria, a fini informativi ed indicativi. L'obiettivo è quello di evidenziare, sulla base delle procedure concordate con il cliente, gli effetti sull'EBITDA di elementi che potrebbero essere ritenuti di carattere "non ricorrente" o "eccezionale" rispetto al normale corso del business aziendale.

La selezione e la quantificazione delle rettifiche all'EBITDA sono necessariamente di carattere soggettivo, non essendo, sia la definizione di EBITDA che le rettifiche stesse, disciplinati da principi contabili o criteri universalmente riconosciuti.

Le rettifiche all'EBITDA descritte nel presente documento, pertanto, rappresentano delle mere esemplificazioni che devono essere adattate al contesto del lavoro e non devono essere considerate pertanto una prescrizione o un principio applicabile ad ogni lavoro. Per i motivi precedentemente indicati, tale documento è per natura non esaustivo in quanto non può contenere, e non contiene, tutte le casistiche che potrebbero aver influenzato l'EBITDA stesso.

Tale documento deve pertanto essere adattato al contesto in cui viene utilizzato, alle necessità del cliente, alle procedure di analisi con lo stesso concordate, alla tipologia di attività e ai principi contabili della società "target".

#### *1. Classificazione delle Voci di Bilancio*

L'analisi dell'EBITDA deve includere esclusivamente componenti operative della gestione caratteristica. In termini generali, è necessario valutare che l'EBITDA includa solo componenti di ricavo e costo di natura operativa afferenti la gestione caratteristica del business. Pertanto, è opportuno valutare che l'EBITDA escluda componenti quali ammortamenti, utili e perdite da dismissione di immobilizzazioni, svalutazione di attività immobilizzate, finanziarie, non operative, ricavi e costi di natura straordinaria, non operativa, finanziaria e fiscale. Gli accantonamenti operativi, come quelli per svalutazione crediti o magazzino, devono essere inclusi se ricorrenti. È fondamentale garantire coerenza tra utilizzi e accantonamenti dei fondi. La voce "Interessi e oneri finanziari" deve includere solo costi e ricavi di natura finanziaria (interessi, sconti finanziari, commissioni passive su finanziamenti e spese bancarie ad essi accessorie). Le perdite o utili su cambi devono essere analizzati per determinarne la natura operativa o finanziaria. Le sopravvenienze attive e passive devono essere incluse nell'EBITDA solo se hanno effettivamente natura operativa e ricorrente.

#### *2. Elementi One-Off / Non Ricorrenti*

Le rettifiche all'EBITDA devono escludere componenti non sostenibili o eccezionali. Da valutare con attenzione gli eventuali cambi di principi contabili e/o l'applicazione degli stessi tramite stime o poste valutative che possono aver influenzato il conto economico. Si pensi ad esempio al cambio di metodologia di determinazione del costo per il magazzino (LIFO, FIFO, ecc...) e alle capitalizzazioni dei costi di manutenzione. Nel caso di società appartenenti a gruppi è necessario prestare attenzione all'esistenza di ricavi/costi "centralizzati" (registrati in capo alla

holding e non inclusi nel conto economico della società target) o viceversa l'ipotesi dell'esistenza di costi che non saranno più sostenuti in seguito al cambiamento della proprietà.

Altri esempi di operazioni che hanno natura non ricorrente possono essere:

- la presenza nei costi del personale di poste come incentivi all'esodo o bonus straordinari, *una tantum* relativi a rinnovi contrattuali;
- ricavi generati da una commessa/ordine "straordinario" (cliente one-off);
- rimborsi assicurativi per danni registrati in esercizi precedenti;
- costi relativi ad eventi aziendali non ricorrenti (feste per anniversari aziendali);
- consulenze per operazioni straordinarie;
- emolumenti straordinari erogati al Cda;
- costi sostenuti in fase di start-up;
- sponsorizzazioni erogate in modo non ricorrente o per ottenere benefici fiscali;
- penalità e sanzioni di natura fiscale e contributiva;

### 3. Rettifiche da Errori Contabili

L'identificazione di errori contabili richiede un'analisi del sistema contabile, dell'esperienza del personale e delle eventuali rettifiche da parte del soggetto che svolge l'attività di revisione legale, se esistente. È necessario verificare la corretta applicazione del principio di competenza, analizzare i trend storici e mensili delle voci di bilancio. Ulteriore elemento da considerare è l'effetto del trattamento dei leasing finanziari sull'EBITDA (e anche naturalmente sulla PFN). Come già detto in precedenza è importante valutare la corretta capitalizzazione di costi immateriali e materiali.

### 4. Accantonamenti ai Fondi

Gli accantonamenti devono essere rappresentativi dei costi ricorrenti e coerenti con le stime storiche. È necessario analizzare la movimentazione dei fondi, distinguendo tra utilizzi, rilasci e cambi di stima. L'EBITDA è generalmente influenzato dai movimenti dei fondi, quali ad esempio svalutazione crediti, obsolescenza magazzino, resi, indennità agenti, costi in garanzia. Tali movimenti includono diverse componenti che devono essere attentamente analizzate al fine di valutare se devono essere comprese o meno nell'EBITDA. È importante valutare che la quota accantonata nell'anno sia rappresentativa dell'effettivo costo "normale" e di competenza dell'esercizio. Nel caso, ad esempio, del fondo svalutazione crediti (replicabile poi per altri accantonamenti a fondi di natura operativa), è importante che l'accantonamento dell'anno rappresenti quella quota di perdite su crediti che è ragionevole attendersi sul fatturato dell'anno. Questa analisi può essere fatta ad esempio mediante analisi storica dell'incidenza delle perdite sul fatturato, applicata poi al fatturato dell'anno, tenendo conto di cambiamenti del contesto di riferimento (ad esempio condizioni economiche, cambio della base clienti, nuovi mercati, ecc).

### 5. Altre Rettifiche

Ulteriori rettifiche possono derivare da inefficienze organizzative, necessità di possibili costi addizionali derivanti da posizioni vacanti nell'organigramma aziendale o negli organi societari. Nel caso di "carve out" di un ramo d'azienda o di una società facente parte di un gruppo, sono da considerare tutti gli incrementi/decrementi di costi relativi ad un approccio "stand alone". In ottica "stand alone" alcuni costi sostenuti a livello centrale (es.: contabilità, paghe, IT, ecc) nonché alcune posizioni (es.: Direttore Generale, Amministratore Delegato, ecc.) rimarranno presumibilmente nella società "scorporante". È necessario considerare i possibili costi che dovranno essere sostenuti per tali attività/posizioni.

### **3.5 Definizione di P.F.N. o Posizione finanziaria Netta**

La posizione finanziaria netta (PFN) rappresenta l'indebitamento finanziario netto dell'impresa. Si ottiene determinando la differenza tra le passività finanziarie e le attività finanziarie. È una grandezza "netta", poiché sottrae, alle passività finanziarie, le attività finanziarie disponibili dell'impresa. Il presupposto della sottrazione delle attività finanziarie deriva dall'assunzione che l'impresa dovrebbe utilizzare le risorse finanziarie attive per la riduzione dell'indebitamento finanziario. Se, ad esempio, l'impresa detiene 100.000 euro in cassa e ha contratto 1.000.000 euro di debiti verso istituti finanziari, si può sostenere che l'impresa presenta una PFN di 900.000 euro. Tra le attività finanziarie rientrano, ad esempio, le disponibilità liquide, i crediti finanziari, i titoli equivalenti alla cassa, ecc. Tra le passività finanziarie rientrano, invece, i finanziamenti erogati dal sistema bancario (sia di breve sia di medio lungo termine), i finanziamenti soci, i finanziamenti erogati da istituti finanziari diversi dal sistema bancario, ecc.

Per una corretta interpretazione dei dati occorre porre attenzione al segno della posizione finanziaria netta. Se la posizione finanziaria netta è positiva, significa che i debiti finanziari dell'impresa superano la liquidità. Se, invece, la posizione finanziaria netta è negativa significa, al contrario, che le liquidità sono superiori ai debiti finanziari e pertanto l'impresa possiede un surplus attivo.

### **3.6 Rettifiche della PFN**

Come esposto per l'EBITDA, le rettifiche alla PFN per elementi che potrebbero essere ritenuti di carattere "non ricorrente" o "eccezionale" rispetto al normale corso del business aziendale, cioè di altre poste di bilancio (o fuori bilancio) che potrebbero aver influenzato o influenzare in futuro la PFN, sono necessariamente di carattere negoziale. Inoltre, nel proporre tali rettifiche occorre comunque valutare le specificità della transazione, del settore in cui la società "target" opera e del business della stessa.

In questo capitolo cerchiamo di esemplificare le principali casistiche; chiaramente il presente documento è per sua stessa natura non esaustivo in quanto non può contenere, e non contiene, tutte le casistiche che potrebbero aver influenzato la PFN stessa.

#### **1. Classificazione**

Da considerare se il valore della PFN rappresentato dalla società target è basato sulla definizione più comune di disponibilità meno debiti finanziari a breve e lungo termine (verso banche / altri finanziatori) e da valutare se in altre poste dello stato patrimoniale esistono debiti finanziari a breve o a lungo termine. Con riferimento alle ricevute bancarie, ad esempio, è da valutare la corretta classificazione, ovvero se la società non abbia classificato nelle disponibilità liquide Ri.Ba. non ancora scadute o in scadenza ma successivamente non andate a buon fine. Inoltre, sono da analizzare le riconciliazioni bancarie al fine di considerare la corretta registrazione per competenza dei flussi di cassa in ingresso ed in uscita in prossimità della chiusura dell'esercizio ("cut off finanziario").

## 2. Debiti scaduti

Trattasi di identificare debiti non pagati entro i termini "normali". Tali dilazioni potrebbero aver migliorato "artificiosamente" la PFN alla data di analisi. Pertanto, sono da considerare eventuali dilazioni / pagamenti posticipati / allungati dei fornitori. Talvolta in prossimità della data del closing viene deciso di posticipare il pagamento dei fornitori oltre le abituali condizioni, cioè oltre il livello di "scaduto" fisiologico, al fine di migliorare la PFN. Poiché il miglioramento della PFN non è sostenibile, tale pratica viene assimilata a una forma di finanziamento e come tale l'ammontare di debiti "scaduti" oltre il livello fisiologico deve rettificare la posizione finanziaria. Non sempre è possibile identificare i tempi "sostenibili" di dilazione, nel qual caso si consiglia di analizzare la storicità degli scadenziari dei fornitori dei mesi/anni precedenti. Da valutare con attenzione l'eventuale esistenza di debiti fiscali / contributivi / altra natura non pagati alla scadenza o pagati ratealmente.

## 3. Debiti finanziari non classificati in PFN

Si tratta di debiti di natura finanziaria che determineranno un'uscita di cassa futura e che non fanno parte del capitale circolante "rolling". Da valutare quindi a titolo esemplificativo:

- pagamenti futuri che la società dovrà sostenere in seguito a pagamenti differiti di prezzo, earn-out o price adjustments derivanti da operazioni straordinarie; si tratta generalmente di parte del prezzo, ancora da pagare, di acquisizioni effettuate nel passato, oppure di "earn-out" o rettifiche prezzo ancora da definire;
- eventuali costi sostenuti per la transazione in corso (ad esempio per advisors) che sono stati / saranno addebitati alla società e come tali vanno valutati come debito e quindi considerati a rettifica della posizione finanziaria netta;
- l'esistenza di eventuale trattamento di fine mandato o premi agli amministratori;
- il debito per dividendi deliberati e che verranno liquidati in data successiva a quella di riferimento;
- l'esistenza di piani di ristrutturazione del personale che prevedono il pagamento di oneri in futuro.
-

#### 4. Componenti positivi da escludere nella PFN

Si fa riferimento ad attività classificate come “cassa”, ma che in realtà non sono liquide o sono comunque indisponibili. Da valutare quindi a titolo esemplificativo:

- escludere dalla PFN eventuali attività finanziarie non liquide, ad esempio, strumenti di capitale che non presentano effettiva negoziabilità (ad esempio azioni di società non quotate) e non possono essere assimilati alle disponibilità liquide in quanto di non facile smobilizzo.
- escludere dalla posizione finanziaria eventuali conti correnti vincolati o che presentano condizioni che ne impediscono l'utilizzo;
- escludere depositi cauzionali;

#### 5. Impegni finanziari non riflessi in bilancio

Si tratta di impegni finanziari e forme di finanziamento di investimenti e capitale circolante che non sono riflessi in bilancio. Da valutare quindi a titolo esemplificativo:

- i debiti residui per operazioni di leasing finanziario (canoni residui e riscatto) o per operazioni di sales and lease-back da considerare nella posizione finanziaria netta;
- i crediti ceduti attraverso operazioni di factoring – da valutare se includerli o meno nel calcolo della posizione finanziaria netta a seconda della natura rolling o non ricorrente di tale strumento utilizzato dalla società target;
- le garanzie che la società ha prestato a terzi e le eventuali implicazioni di fidejussioni rilasciate a garanzia di impegni;

#### 6. Componenti positivi da includere nella PFN

Si tratta di attività che non sono parte del capitale circolante “rolling” e che non rientrano nella definizione di “disponibilità liquide”, ma che diventeranno “cassa” nel breve periodo. A titolo esemplificativo si devono valutare:

- immobilizzazioni non operative che potrebbero essere dismesse successivamente al perfezionamento del deal (per esempio: immobili non utilizzati per il business, opere d'arte, ecc.);
- la società ha richiesto rimborsi di crediti fiscali per i quali l'incasso non è ancora avvenuto e si ha la certezza o un'alta probabilità che tale rimborso venga concesso;
- Gli strumenti di capitale (titoli, obbligazioni) che hanno un'effettiva possibilità di negoziazione sui mercati (ad esempio titoli di società quotate) possono essere considerati nella posizione finanziaria netta.

<b>Conto Economico (2024)</b>		
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	15.000,00	
Variazione rimanenze prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti	-100,00	
Altri ricavi	200,00	
<b>Valore della produzione</b>	15.100,00	
Materie prime e consumo	6.000,00	
Variazione rimanenze materie prime	50,00	
Servizi	3.000,00	Esclusi canoni di leasing
Godimento beni di terzi	-100,00	
Costi del personale	1.600,00	
Oneri diretti di gestione	-100,00	
Svalutazione crediti	-10,00	Da escludere solo se non ricorrente o straordinaria
<b>EBITDA</b>	4.340,00	
Amm.to immob. immateriali	-20,00	
Amm.to immob. materiali	-100,00	riproformati gli ammortamenti per i beni in leasing
<b>EBIT</b>	4.220,00	
Proventi e oneri finanziari	-50,00	
<b>EBT</b>	4.170,00	
Imposte	-500,00	
<b>Utile netto/(perdita)</b>	3.670,00	
calcolo EBITDA adjusted 2024		
<b>EBITDA reported</b>	4.340,00	
1) Elementi non ricorrenti		<b>Note</b>
I. Ricono R&D	-50,00	Ricavo R&D non ricorrente
II. Costi per sponsorizzazioni	100,00	Nel 2024 la Società ha sostenuto ca. 120M€ di costi di sponsorizzazioni, di cui 20M€ non ricorrenti

III. Assicurazioni	40,00	Assicurazione 'key man' titolare uscente
Totale elementi non ricorrenti	90,00	
2) Ricavi straordinari		
I. Rimborsi assicurativi	-10,00	Rimborsi per danni a tetto dell'immobile
II. Rivalutazione	-20,00	Vendita di due automezzi completamente ammortizzati
III. Sopravvenienze	-10,00	Ringiunzione contributi INAIL anni precedenti
IV. Contributi	-15,00	Contributi da Enti pubblici
Totale ricavi straordinari	-55,00	
3) Costi straordinari		
I. Costi personale straordinari	80,00	Buonuscita dipendente non strategico
II. Costo riparazione tetto	5,00	Riparazione tetto immobile
III. Sopravvenienze passive	25,00	Nota di credito emessa verso fornitore (errore anni precedenti)
IV. Compensi professionali	50,00	Consulenza straordinaria non ricorrente
V. Personale divisione commerciale	20,00	Maggiori costi commerciali non ricorrenti
Totale costi straordinari	180,00	
4) Riclassifiche IV direttiva		
I. Utili/perdite cambio	-60,00	Riclassifica C16-C17 (oneri e proventi fuori gestione)
II. Commissioni bancarie	-10,00	Riclassifica per corretta separazione oneri finanziari
Totale riclassifiche	-70,00	
5) Altri aggiustamenti		
I. Normalizzazione compensi CdA	-50,00	Allineamento compensi amministratori a valori futuri
<b>EBITDA Adjusted</b>	<b>4.435,00</b>	

<b>Alfa S.r.l. – PFN al 31/12/2022</b>	
<b>DESCRIZIONE VOCI</b>	<b>VALORI AL 31/12/2022</b>
(-) Debiti verso soci per finanziamenti;	-100.000
(-) Debiti per dividendi deliberati e non pagati;	-1.000.000
(-) Debiti verso banche, incluse le anticipazioni di fatture e le operazioni di salvo buon fine;	-5.000.000
(-) Debiti verso altri finanziatori (passività fruttifere di interessi);	-1.500.000
(-) Debiti rappresentati da titoli di credito (se di natura finanziaria);	-200.000
(-) Debiti verso imprese controllate, collegate, controllanti e sottoposte al controllo delle controllanti) (se di natura finanziaria);	-500.000
(-) Debiti verso dipendenti per bonus o altre spettanze e non pagati nei termini di legge, incluse ferie non usufruite e per tanto da ritenersi scaduti;	-100.000
(+) Anticipi/depositi cauzionali versati e relativi interessi maturati;	200.000
(-) Anticipi/depositi cauzionali incassati e relativi interessi maturati;	-150.000
(+)/(-) Valore mark-to-market degli strumenti derivati collegati a finanziamenti bancari;	-50.000
(+)/(-) Ratei e risconti di natura finanziaria (se non inclusi nelle precedenti voci);	0
(-) Debito di natura commerciale scaduto da più di 30 giorni;	-500.000
(-) Debito di natura previdenziale scaduto;	-100.000
(-) Debiti tributari per IRES e IRAP di competenza di esercizi precedenti a quello relativo al bilancio di riferimento (i.e. > 12 mesi). Tali debiti dovranno essere rappresentati in bilancio al netto degli eventuali acconti versati e di eventuali crediti d'imposta e acconti di imposta. Il bilancio di riferimento dovrà quindi prevedere la stima delle imposte di competenza. Resta inteso che, nel caso in cui gli acconti di imposta versati dovessero risultare maggiori dei debiti tributari per IRES e IRAP, il valore dell'elemento in oggetto sarà riconosciuto come addendo positivo della PFN;	-400.000
(-) Debiti derivanti da operazioni di leasing finanziario (per la parte di quota capitale) che comportano il trasferimento al locatario della parte prevalente dei rischi e dei benefici	-200.000

inerenti ai beni che ne costituiscono oggetto (trattamento secondo lo IAS17);	
(-) Debiti verso fornitori di immobilizzazioni (materiali e immateriali) per impegni assunti e non ancora liquidati;	-100.000
(+) Debiti verso fornitori di immobilizzazioni (materiali e immateriali) per impegni già assunti e non ancora liquidati afferenti investimenti rientranti nel Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR);	-500.000
(-) i debiti correlati a operazioni straordinarie quali a titolo esemplificativo debiti (saldo o quote soggette a pagamento dilazionato) relativi ad acquisto per partecipazioni, rami d'azienda, ecc;	-400.000
(-) eventuali debiti verso l'erario per conciliazioni giudiziarie;	-100.000
(-) eventuali impatti correlati ad operazioni di factoring, prosoluto e pro-solvendo, indipendentemente dalla forma tecnica, e anticipazioni fatture, qualora non inclusi nelle precedenti definizioni;	-50.000
(-) Debiti verso dipendenti per ferie e permessi maturati e non goduti, se effettivamente liquidabili per la parte oltre l'anno;	-100.000
(-) Debiti verso fornitori per cui la società ha ricevuto decreto ingiuntivo, se non incluso nelle poste precedenti;	0
(-) fondi per trattamento di fine mandato per amministratori e agenti;	-500.000
(-) (x%) dei fondi/debiti per trattamento di fine rapporto dipendenti (ancora in azienda non versato al Fondo Tesoreria INPS o ad altre forme pensionistiche complementari)	-300.000
(-) fondi per oneri futuri maturati e non ancora liquidati (es. fondi per ripristino/smantellamento);	-200.000
(+) Acconti relativi a immobilizzazioni immateriali (in caso di acquisti verso fornitori terzi);	0
(+) Acconti relativi a immobilizzazioni materiali;	0
(+) Crediti verso imprese controllate, collegate, controllanti, sottoposte al controllo delle controllanti e verso altri (se di natura finanziaria);	1.000.000
(+) Altri titoli. Altri titoli e crediti finanziari (a breve o a lungo termine) a valori di mercato, al netto dei costi di smobilizzo, qualora liquidabili entro un termine massimo di 3 mesi o sia associabile un valore corrente di mercato;	1.500.000

(+) Disponibilità liquide: cassa, depositi bancari e postali, i cui saldi siano confermati da appropriata documentazione (ad esempio estratti conto bancari o di home banking). In relazione alle disponibilità liquide si precisa che la data di riferimento da considerare per gli incassi e i pagamenti sono rispettivamente la data di registrazione dell'incasso da parte della banca e la data di ordine del pagamento da parte delle società, indipendentemente dalla data valuta bancaria.	5.000.000
<b>totale PFN</b>	<b>-4.350.000</b>

## Capitolo 4 – I fattori qualitativi influenti sul valore d'impresa

Mentre i capitoli precedenti hanno affrontato gli aspetti quantitativi della valutazione attraverso i multipli - dall'identificazione dei comparables al calcolo dell'EBITDA normalizzato e della PFN normalizzata - il presente capitolo esamina quella dimensione qualitativa che spesso determina la differenza tra una valutazione teorica e il prezzo effettivamente negoziato in un'operazione di M&A. Infatti, bisogna considerare che nell'ambito della valutazione aziendale, e in particolare nell'applicazione del metodo dei multipli, la dimensione quantitativa (EBITDA, PFN, ricavi, margini) rappresenta soltanto una parte del processo di stima. Una parte altrettanto rilevante è costituita dai fattori qualitativi, ossia da quell'insieme di elementi non immediatamente numerici che incidono in modo significativo sulla percezione del valore e sul livello del multiplo applicabile.

Questi fattori determinano spesso la correzione puntuale del risultato numerico: un'impresa con uguali risultati economici rispetto a un'altra può valere di più (o di meno) in funzione della qualità della gestione, della struttura organizzativa, del posizionamento competitivo e del rischio percepito.

La valutazione, pertanto, non si limita a misurare la performance storica, ma cerca di catturare la capacità dell'impresa di mantenere e accrescere nel tempo tali risultati.

### 4.1. Qualità della gestione e della governance

Un primo elemento discriminante è rappresentato dalla qualità del management e della governance aziendale.

Nelle PMI italiane – e in particolare in quelle di natura familiare – il valore dell'impresa è spesso fortemente connesso alle competenze, alle relazioni personali e al carisma dell'imprenditore o di un ristretto gruppo di persone chiave.

La presenza di una struttura manageriale solida, responsabilizzata e con ruoli chiari, riduce il rischio di dipendenza personale e accresce la trasferibilità del valore. Analogamente, la presenza di procedure decisionali trasparenti, reporting affidabile e assetti organizzativi adeguati (in linea con quanto previsto dall'art. 2086 c.c.) aumenta la fiducia dell'acquirente e giustifica l'applicazione di multipli più elevati. Viceversa, una governance opaca o fortemente accentrata tende a penalizzare la valutazione, anche a parità di risultati economici. Questo fenomeno si spiega con diverse ragioni concrete. In primo luogo, quando le decisioni strategiche e operative sono concentrate in una sola persona o in un ristretto gruppo non formalizzato, l'acquirente percepisce un elevato rischio di continuità aziendale: cosa accadrebbe se quella persona chiave venisse a mancare o decidesse di lasciare l'azienda? Tale incertezza si traduce inevitabilmente in una riduzione del multiplo applicato, poiché l'investitore deve proteggersi dal rischio che i risultati economici attuali non siano sostenibili senza quella specifica figura.

Inoltre, l'opacità della governance rende complessa e rischiosa la fase di due diligence. Quando i processi decisionali non sono tracciabili, le responsabilità non

sono chiaramente definite e mancano procedure formalizzate, diventa difficile per l'acquirente comprendere come l'azienda generi realmente valore. Questa nebbia informativa alimenta il sospetto che possano esistere criticità nascoste, inefficienze mascherate o passività non emerse, inducendo l'applicazione di quello che nella prassi viene definito "sconto per incertezza".

Un ulteriore elemento penalizzante riguarda la scalabilità del business. Un'organizzazione fortemente accentrata presenta limiti strutturali alla crescita: il processo decisionale diventa un collo di bottiglia, l'assenza di middle management impedisce la delega efficace, e la cultura aziendale della dipendenza dal vertice ostacola l'iniziativa e l'innovazione. Per un acquirente che intende sviluppare l'azienda acquisita, questi vincoli rappresentano costi aggiuntivi di ristrutturazione organizzativa che vengono anticipatamente scontati nel prezzo.

Infine, va considerato l'aspetto reputazionale e di percezione del rischio. Nel mercato M&A, una governance strutturata e trasparente è interpretata come segnale di maturità imprenditoriale e affidabilità, elementi che facilitano non solo la negoziazione del prezzo ma anche l'accesso a finanziamenti bancari per l'operazione. Al contrario, strutture opache o eccessivamente personalistiche generano diffidenza negli stakeholder finanziari, rendendo più oneroso e complesso il closing dell'operazione.

#### **4.2. Stabilità e qualità dei risultati economici**

La redditività è importante, ma la stabilità della redditività nel tempo lo è ancora di più.

Un EBITDA elevato ma volatile indica un business potenzialmente redditizio ma rischioso, mentre un EBITDA più contenuto ma costante nel tempo suggerisce una struttura solida e replicabile.

Questa considerazione riflette una verità fondamentale del mercato: gli investitori pagano un premio per la prevedibilità. La volatilità dei risultati genera incertezza sulla sostenibilità del business, complica la pianificazione post-acquisizione e aumenta il rischio percepito dell'investimento. Un'azienda che alterna anni eccezionali ad anni di difficoltà presenta maggiori incognite rispetto a un'impresa che, pur con performance meno eclatanti, dimostra resilienza e continuità operativa. È la differenza tra possedere un asset speculativo e un generatore affidabile di cassa.

Per questo motivo, nella prassi professionale, si attribuisce grande importanza alla normalizzazione dei risultati, volta a eliminare componenti straordinarie, non ricorrenti o legate a eventi eccezionali.

La capacità dell'impresa di generare flussi di cassa ricorrenti, prevedibili e sostenibili costituisce una delle determinanti principali del valore.

#### **4.3. Struttura finanziaria e capitale circolante**

Oltre ai valori assoluti della posizione finanziaria netta (PFN), rileva la qualità della struttura finanziaria nel suo complesso: equilibrio tra fonti e impieghi, grado di liquidità, esposizione verso singoli istituti di credito, affidabilità dei flussi di cassa operativi.

La composizione del debito merita particolare attenzione: la presenza di flessibilità finanziaria e linee di credito disponibili rappresenta un elemento di solidità apprezzato dal mercato, mentre un eccessivo sbilanciamento verso forme di finanziamento a breve termine o particolarmente onerose segnala potenziali criticità. Analogamente, l'esistenza di vincoli finanziari stringenti, covenant prossimi ai limiti contrattuali o garanzie personali degli azionisti può complicare il trasferimento della proprietà e richiedere una ristrutturazione complessiva dell'indebitamento, con impatti diretti sul prezzo di cessione. La qualità della struttura finanziaria si riflette anche nella diversificazione delle fonti di finanziamento: un'eccessiva dipendenza da un singolo finanziatore o da una sola tipologia di strumento introduce elementi di rigidità che possono penalizzare la valutazione. Anche la gestione del capitale circolante netto (CCN) è un indicatore chiave: imprese che operano con un ciclo finanziario corto e un cash conversion cycle efficiente mostrano una minore esposizione finanziaria e un rischio operativo inferiore, elementi che contribuiscono a sostenere multipli più alti.

Un aspetto spesso sottovalutato è la qualità del capitale circolante: non basta valutarne l'ammontare, ma occorre analizzare la composizione. Crediti concentrati su pochi grandi clienti, anche se di elevato standing, introducono rischi di dipendenza; scorte di magazzino con bassa rotazione o a rischio obsolescenza tecnologica possono nascondere perdite latenti; debiti commerciali eccessivamente dilazionati potrebbero segnalare tensioni nei rapporti con i fornitori. Inoltre, la stagionalità del business può generare picchi di fabbisogno finanziario che, se non adeguatamente gestiti, compromettono la sostenibilità della struttura finanziaria complessiva.

Viceversa, tensioni di tesoreria, incassi lunghi o magazzini elevati e poco rotativi possono ridurre significativamente la valutazione, anche in presenza di buoni margini operativi.

#### **4.4. Posizionamento competitivo e diversificazione**

Il valore d'impresa riflette anche la qualità del posizionamento competitivo e la capacità di mantenere vantaggi differenziali rispetto ai concorrenti. Un'azienda ben radicata nel proprio mercato, con un portafoglio clienti diversificato, relazioni consolidate e una quota di mercato stabile, tende a essere percepita come meno rischiosa.

Analogamente, la diversificazione dei prodotti, dei fornitori e dei mercati di sbocco costituisce un fattore di mitigazione del rischio che influisce positivamente sul multiplo.

Al contrario, un'eccessiva concentrazione del fatturato su pochi clienti o su un unico canale di approvvigionamento introduce elementi di fragilità che, nella prassi negoziale, si traducono in multipli più bassi o in clausole contrattuali correttive (earn-out, price adjustment, garanzie post-closing).

#### **4.5. Efficienza operativa e capitale umano**

La capacità dell'impresa di mantenere un buon equilibrio tra costi e ricavi, di controllare la produttività interna e di innovare i propri processi costituisce un ulteriore fattore qualificante.

Le imprese dotate di processi strutturati, tecnologie aggiornate e personale qualificato generano maggiore fiducia nell'acquirente e maggiori prospettive di continuità.

Anche la tenuta del capitale umano – in termini di competenze, motivazione e retention – è un elemento immateriale che il valutatore deve considerare con attenzione: la perdita improvvisa di figure chiave può compromettere la sostenibilità dei risultati e ridurre il valore percepito.

#### **4.6. Fattori straordinari, eventi non ricorrenti e coerenza contabile**

Nel processo di rettifica dell'EBITDA e della PFN, assumono rilievo tutti gli eventi “una tantum” o non riconducibili alla gestione ordinaria.

Le operazioni straordinarie (cessioni, rivalutazioni, bonus straordinari, ristrutturazioni) devono essere analizzate caso per caso, poiché alterano il profilo di rischio e la rappresentazione del risultato.

Anche l'applicazione di politiche contabili non uniformi (ammortamenti aggressivi, capitalizzazioni atipiche, accantonamenti irregolari) può influire in modo rilevante sulla qualità del dato economico.

La presenza di bilanci revisionati, note integrative trasparenti e coerenza negli anni rafforza la credibilità dei numeri e del valore stimato.

#### **4.7. Prospettive di sviluppo e fattori ESG**

Infine, in un contesto di crescente attenzione alla sostenibilità, anche i fattori ESG (Environmental, Social, Governance) stanno assumendo un ruolo progressivo nella determinazione del valore.

Data la sua crescente rilevanza, questo argomento è stato trattato successivamente in un capitolo dedicato.

## CAPITOLO 5 - Altri aspetti rilevanti

Come oramai è stato ampiamente argomentato i criteri empirici - come quello dei c.d. "multipli" - sono quelli maggiormente utilizzati nella prassi aziendalistica e finanziaria in quanto sono di relativa facile applicazione e consentono di fare valutazioni anche comparative di aziende con caratteristiche similari operanti nello stesso settore merceologico anche attraverso l'individuazione di un "panel" di aziende quotate su mercati regolamentati sufficientemente rappresentativo.

Come sopra accennato i criteri empirici sono definiti anche come "metodo dei multipli", in quanto si fondano sul presupposto che il valore di una realtà aziendale deve essere individuato come un coefficiente di moltiplicazione per n. volte di una variabile economia o finanziaria della realtà oggetto di analisi e valutazione.

Tale approccio estremamente semplice concettualmente nasconde tuttavia delle potenziali insidie, derivanti dalla difficoltà nell'individuazione del settore di appartenenza dell'azienda, dell'eventuale panel rappresentativo di operatori quotati a cui raffrontarsi e, quindi, nella scelta del moltiplicatore adeguato. Tali aspetti, nonostante l'ausilio di banche dati aggiornate, comportano spesso la necessità di apportare aggiustamenti valutativi da parte di chi è chiamato a stimare il valore del compendio aziendale e, l'aspetto discrezionale dello stimatore, oltre ai limiti derivanti dalla "perfetta" rappresentatività del panel di operatori di confronto individuato attraverso le suddette banche dati, può anche essere condizionato dalle specifiche caratteristiche e peculiarità della realtà aziendale oggetto di valutazione, dal grado di conoscenza delle stesse e, quindi determinare a parità di altre condizioni, un diverso risultato valutativo a seconda che l'esperto valutatore sia promozione di chi acquista o di chi vende. Esempio di ciò ne sono le rettifiche – o "normalizzazioni" - che si determinano in ordine all'EBITDA e/o alla Posizione Finanziaria Netta (PFN) che, nella fase negoziale, possono anche in modo significativo condizionare i valori di transazione o, addirittura, condizionare il buon esito della transazione stessa.

Ad oggi la prassi aziendalistica vede una generale omogeneità nella scelta dei moltiplicatori tra new economy ed old economy con l'adozione di grandezze quali utile netto, Ebitda ed Ebit.

I moltiplicatori (M) più frequentemente utilizzati sono i seguenti:

- Enterprise Value / Ebitda;
- Enterprise Value / Ebit;
- Price / Earning.

Il valore delle variabili utilizzate deve essere sottoposto ad un processo di normalizzazione per rettificare le componenti di proventi ed oneri non in linea con il mercato, ad esempio rettificando il compenso dell'organo amministrativo che risulti sproporzionato rispetto al valore corrente di mercato o analizzando eventuali oneri infragruppo funzionalmente strutturati per omogenizzare i risultati economici delle società operanti all'interno del gruppo ed ancora esaminando con attenzione il

processo valutativo delle rimanenze e tutti gli elementi economici dove la componente valutativa discrezionale risulta soggettivamente preponderante.

Come detto, tale criterio trae fondamento da un'analisi di comparabilità di realtà omogenee, per cui viene esclusa la componente finanziaria, che verrà poi sommata algebricamente al risultato finale della valutazione per determinare il valore economico dell'azienda oggetto di valutazione.

Per determinare il valore del capitale economico la formula che maggiormente viene utilizzata nella prassi aziendale e professionale è rappresentata dalla seguente:

$$W = Ebitda \times M \pm PFN$$

Dove:

$W$  = Valore dell'azienda che si vuole valutare (Enterprise Value)

$Ebitda$  = Earning before interest taxes depreciation and amortization

$M$  = moltiplicatore

$PFN$  = Posizione finanziaria netta

Della definizione di EBITDA e di PFN e delle relative principali rettifiche o "normalizzazioni" si è già ampiamente argomentato nei paragrafi 3 e 4 precedenti.

Nel presente paragrafo ci si occuperà di evidenziare alcuni ulteriori aspetti rilevanti che nella prassi professionale spesso ci si trova a dover considerare in sede valutativa e negoziale - in aggiunta all'applicazione del suddetto criterio empirico c.d. "metodo dei multipli" - ai fini di una complessiva formazione del prezzo di cessione di aziende (e/o di quote partecipative al capitale delle stesse) e che di norma si traducono in condizioni contrattuali/accordi/obbligazioni integrativi e/o in ulteriori operazioni di carattere straordinario propedeutiche e/o funzionali al buon esito dell'operazione principale e che, in tempi definiti, contribuiscono al raggiungimento degli obiettivi pattuiti fra le parti.

Nello specifico, oltre alle tipiche tematiche da considerare nella definizione del contratto di cessione relative:

- all'aspetto cruciale del divieto di concorrenza, che spesso accompagna le operazioni di cessione d'azienda, al fine di tutelare gli interessi del cessionario e garantire la continuità dell'attività aziendale;
- la tutela di marchi, brevetti e in ogni caso del know how afferenti il compendio aziendale oggetto di cessione a tutela degli interessi del cessionario;
- al tema della successione nei crediti, nei debiti e nei contratti, in ossequio alle normative vigenti e secondo le procedure previste per il trasferimento di tali rapporti giuridici in concomitanza con la cessione d'azienda;
- alla responsabilità del cedente per le dichiarazioni rilasciate al cessionario in relazione all'attività oggetto di vendita alla conformità della stessa alla legge, alle condizioni finanziarie dell'attività e all'assenza di controversie;

- alla definizione di garanzie e di franchigie in conto prezzo in ordine all'emersione di potenziali passività (di norma di carattere legale-risarcitorio e/o fiscale) sempre a tutela degli interessi del cessionario;
- alla definizione dei casi di responsabilità diretta del cedente e/o in solido con il cessionario e/o ancora di manleva;

ci si riferisce principalmente ad alcuni ulteriori aspetti che, nella prassi, possono affiancarsi e, in qualche misura condizionare la determinazione del prezzo di cessione, le modalità di pagamento e, più in generale, la struttura, i tempi e la definizione delle condizioni contrattuali di esecuzione dell'operazione, come ad esempio:

- l'inserimento di specifiche clausole c.d. di "earn out" che prevedono la corresponsione di una parte del prezzo d'acquisto dell'azienda successivamente alla cessione e subordinatamente al raggiungimento di determinati risultati economici o gestionali da parte dell'azienda ceduta conseguiti dopo il trasferimento della proprietà; L'earn out lega una parte del prezzo di cessione al conseguimento di performance future dell'azienda (es: EBITDA, utile netto, ricavi o ad altri parametri gestionali stabiliti contrattualmente);
- operazioni di scorporo di asset aziendali (es. immobili strumentali), funzionali all'attività aziendale principale, conferiti/ceduti a NewCo e/o a Holding del cedente, prima dell'operazione principale di cessione dell'azienda per poi essere concessi in locazione (o comunque in uso) all'azienda ceduta in forza di apposito contratto di locazione pluriennale a condizioni predeterminate in sede negoziale fra le parti (con possibilità a scadenza di rinnovo e/o con clausole c.d. di "rent to buy");
- ad accordi, spesso contenuti nei c.d. "patti parasociali", come ad esempio quelli riferiti a diritti di prelazione e/o a clausole di c.d. "covendita", tipici nei casi di una operazione di cessione parziale del capitale aziendale; tali clausole di covendita prevedono, nella sostanza, una tutela della minoranza nei casi di successive cessioni decise da parte della maggioranza (c.d. "tag along" o "drag along");
- a specifici accordi con l'imprenditore cedente – nei casi in cui lo stesso sia considerato una "figura chiave" a garanzia della continuità aziendale e, soprattutto, della realizzazione degli obbiettivi prefissati dal cessionario - che, successivamente alla cessione, prevedono il coinvolgimento dello stesso e/o di altre figure aziendali allo stesso di supporto (es. altri soci/famigliari in posizioni aziendali chiave), per un certo periodo di tempo prefissato. Il suddetto coinvolgimento, potrebbe concretizzarsi, nell'assunzione da parte dell'imprenditore cedente del ruolo di amministratore delegato con precisi obbiettivi di risultato (es. fatturato, EBITDA, ecc.) a fronte del riconoscimento di un emolumento fisso e/o variabile in funzione del raggiungimento di detti obbiettivi;

- ad accordi che prevedano il reinvestimento di parte del prezzo pagato dal cessionario al cedente nel progetto di sviluppo del business (es. nella Holding di partecipazione nella quale oltre alle quote del capitale dell'azienda oggetto di cessione vi sono altre partecipazioni che il cessionario ha acquisito con finalità di economie di scala, di integrazione verticale di specifici business e/o di efficientamento e sinergia fra gli stessi), a condizioni prefissate, al fine di rafforzare il legame tra cedente e cessionario meglio realizzare i rispettivi obbiettivi di massimizzazione del risultato;
- ad accordi tra cedente e cessionario che garantiscano, per un determinato lasso di tempo prefissato, i medesimi livelli occupazionali e/o la permanenza della localizzazione produttiva operativa sul medesimo territorio;
- ad accordi che prevedano una certa tutela (o garanzia) per un certo lasso di tempo prefissato di conservazione e/o di realizzazione del “passaggio generazionale” nei casi in cui vi sia già (o sia in corso di realizzazione), ante cessione, un coinvolgimento di familiari dell'imprenditore (es. figli) nell'azienda oggetto di cessione;
- all'incidenza delle imposte.

## CAPITOLO 6 - Esempi pratici e casi bresciani: analisi dei multipli EV/EBITDA

Il presente capitolo raccoglie e analizza i risultati empirici di alcune operazioni di cessione e acquisizione di imprese non quotate rilevate nel territorio bresciano negli ultimi anni.

I dati, raccolti in forma anonima dai componenti della Commissione, rappresentano un campione di transazioni reali, riferite a società operanti in diversi settori e di dimensioni variabili.

L'obiettivo dell'analisi è duplice: da un lato, misurare i multipli effettivamente applicati nelle operazioni di mercato (con particolare riferimento al rapporto EV/EBITDA); dall'altro, fornire ai professionisti uno strumento di confronto operativo per le valutazioni d'impresa basate su dati empirici locali, complementare rispetto ai database internazionali e alle fonti pubbliche tradizionali.

Il campione, pur non esaustivo, consente di delineare un quadro realistico delle dinamiche valutative tipiche del tessuto imprenditoriale bresciano: un contesto composto prevalentemente da PMI, caratterizzate da forte eterogeneità settoriale, struttura proprietaria familiare e frequente presenza di operazioni straordinarie di natura privata (M&A, passaggi generazionali, cessioni parziali o totali di partecipazioni).

L'analisi dei multipli è stata condotta secondo criteri di omogeneità e prudenza, con particolare attenzione alla verifica della coerenza dei dati e all'esclusione degli outliers. I risultati sono stati poi articolati per anno, classe dimensionale e settore, in modo da evidenziare le principali tendenze e le correlazioni tra dimensione, redditività e valore d'impresa.

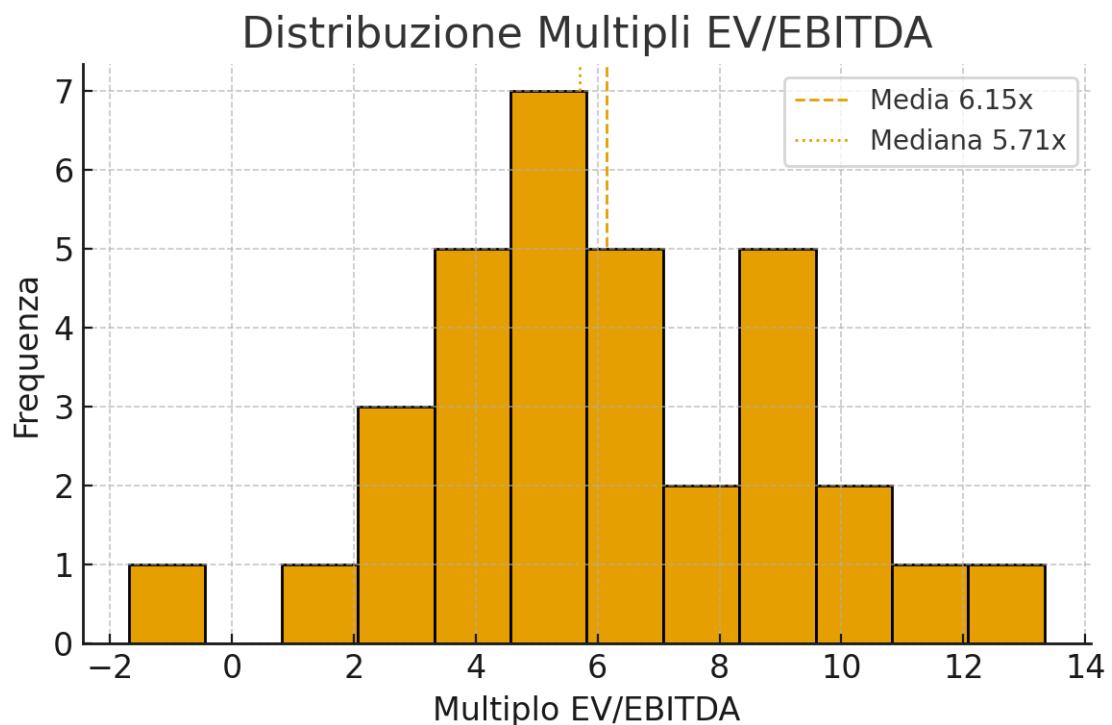
### 6.1 Le principali evidenze

- Numero transazioni valide: 33

Indicatore	Valore	Commento tecnico
Media EV/EBITDA	6.15×	Coerente con multipli middle-market italiani 2020–2024
Mediana	5.71×	Ottimo indicatore di riferimento
Renge interquartile (IQR)	4.08–8.40×	Gamma ampia ma credibile per PMI manifatturiere
Dev. standard	3.12	Elevata, ma attesa su campione eterogeneo
Min / Max*	–1.69× / 13.33×	Fuori scala inferiore: va segnalato come outlier

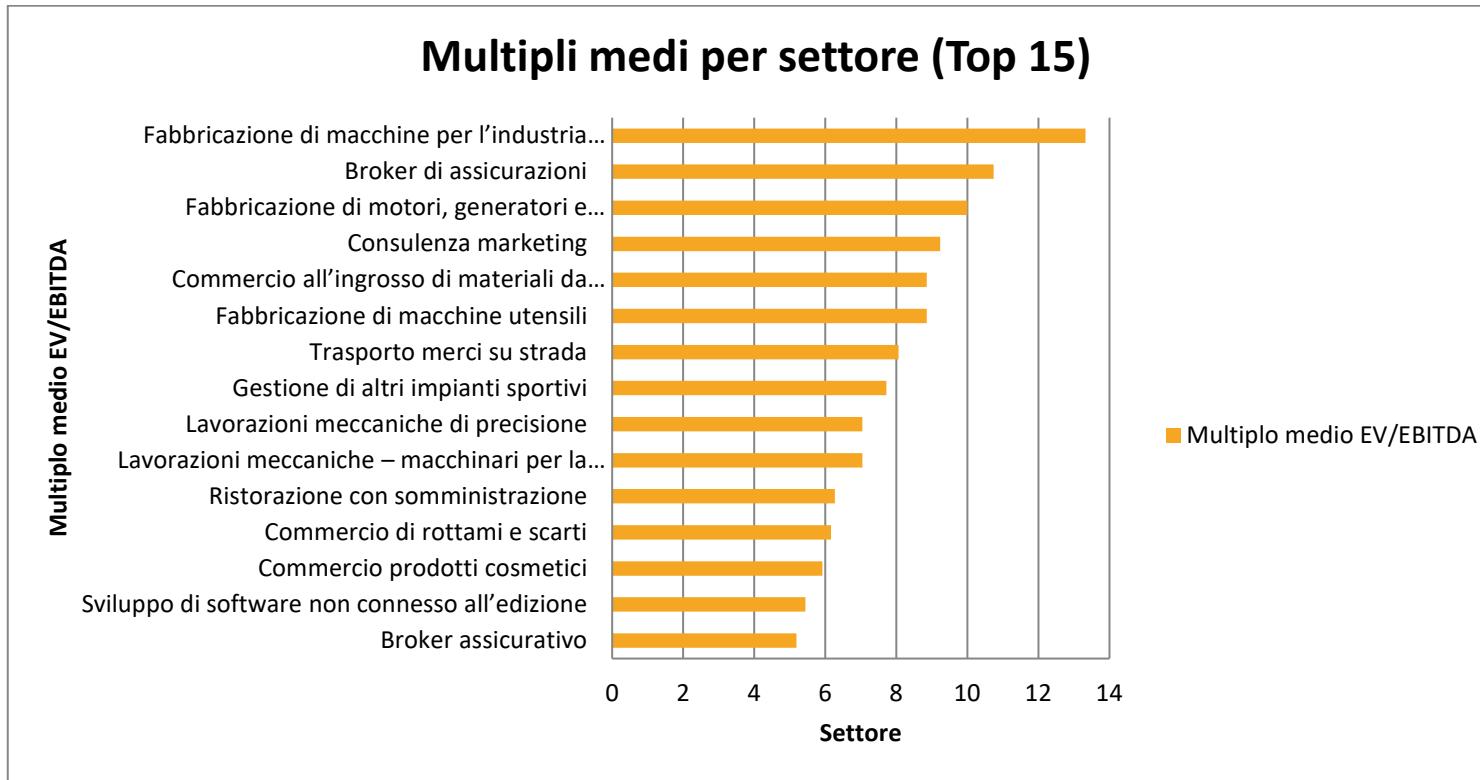
\* Escludendo i valori anomali (outlier oltre  $\pm 1.5 \times \text{IQR}$ ), il range corretto si concentra tra 3.5× e 9.0×.

## 6.2 Distribuzione dei Multipli EV/EBITDA



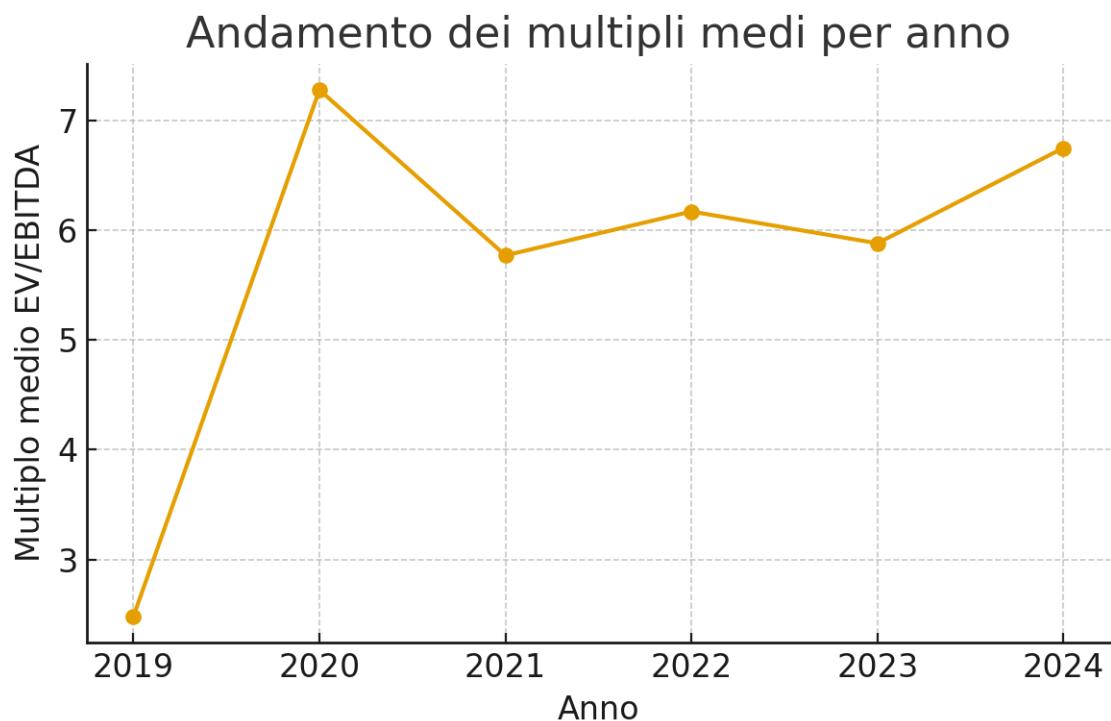
Iistogramma con media e mediana per una lettura immediata della concentrazione dei multipli.

### 6.3 Analisi per Settore



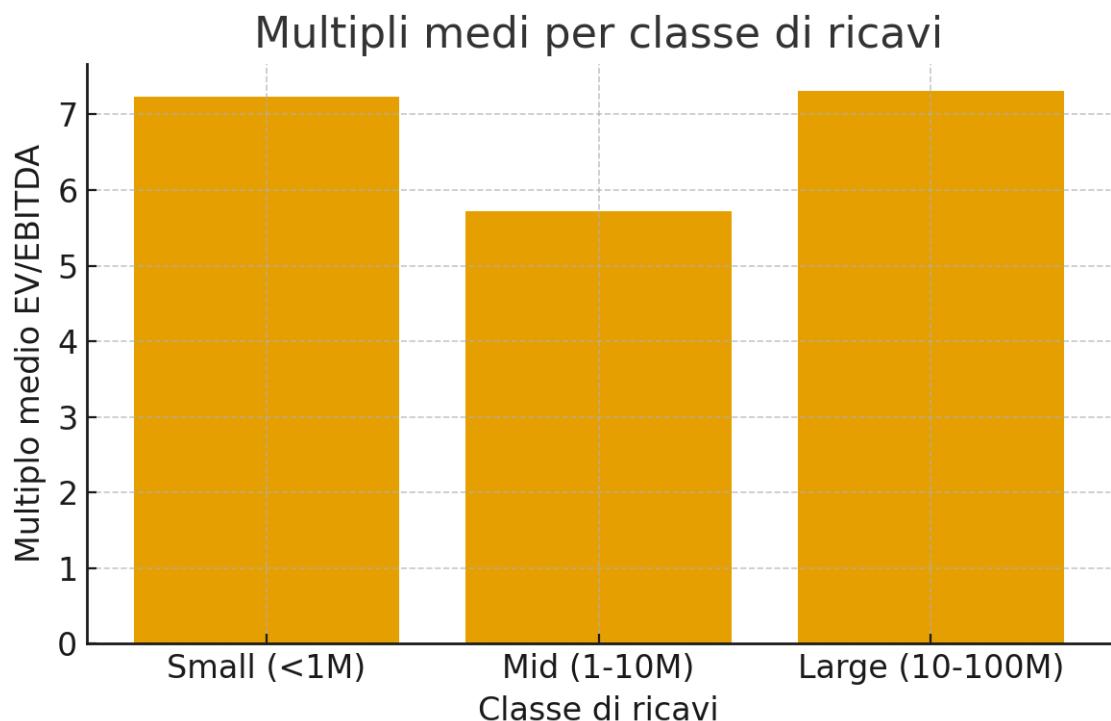
Top 15 settori per multiplo medio; utile per identificare aree con premi/discount strutturali.

#### 6.4 Analisi per Anno



Andamento dei multipli medi per anno per contestualizzare il timing delle operazioni.

#### 6.5 Analisi per Classe di Ricavi



Conferma della relazione dimensione–multipli (imprese più grandi tendono a spuntare multipli più alti).

## 6.6 Appendice - Tabelle di Sintesi

Settore	Media	Mediana	Min	Max	N
Fabbricazione di macchine per l'industria alimentare	13.33	13.33	13.33	13.33	1
broker di assicurazioni	10.74	10.74	10.74	10.74	1
Fabbricazione di motori, generatori e trasformatori elettrici	10.00	10.00	10.00	10.00	1
consulenza marketing	9.29	9.29	9.29	9.29	1
Utilities	9.23	9.23	6.52	11.94	2
Commercio all'ingrosso di materiali da costruzione	9.02	9.02	8.48	9.55	2
Fabbricazione di macchine utensili	8.86	8.86	8.86	8.86	1
Trasporto merci su strada	8.40	8.40	8.40	8.40	1
gestione di altri impianti sportivi	8.06	8.06	8.06	8.06	1
Lavorazioni meccaniche di precisione	7.72	7.72	7.72	7.72	1
lavorazioni meccaniche-macchinari per la farmaceutica	7.04	7.04	7.04	7.04	1
ristorazione con somministrazione	6.27	6.27	6.27	6.27	1
Commercio di rottami e scarti	6.16	6.16	6.16	6.16	1
commercio prodotti cosmetici	5.92	5.92	5.92	5.92	1
Sviluppo di software non connesso all'edizione	5.44	5.44	5.44	5.44	1
broker assicurativo	5.19	5.19	5.19	5.19	1
lavorazioni meccaniche	5.17	5.17	4.64	5.71	2
Riparazione di macchine	4.99	4.99	4.99	4.99	1
Installazione di apparecchiature industriali	4.83	4.83	4.38	5.28	2
Fabbricazione di macchine per la formatura di metalli	4.80	4.80	4.80	4.80	1
Consulenza nel settore delle tecnologie dell'informatica	4.08	4.08	4.08	4.08	1
Fabbricazione di serbatoi e contenitori in metallo	4.00	4.00	4.00	4.00	1
Fabbricazione di strutture metalliche	3.98	3.98	3.98	3.98	1
vetreria	3.70	3.70	3.70	3.70	1
impiantistica	2.88	2.88	2.88	2.88	1
agenzia di compagnie di assicurazione	2.81	2.81	2.81	2.81	1
carpenteria metallica	2.48	2.48	2.48	2.48	1
Commercio ingrosso attrezzature per industria manifatturiera	1.94	1.94	1.94	1.94	1

reti dati	-1.69	-1.69	-1.69	-1.69	1
-----------	-------	-------	-------	-------	---

Classe Ricavi	Media	Mediana	Min	Max	N
Small (<1M)	7.24	7.24	5.19	9.29	2
Mid (1-10M)	5.72	5.14	1.94	13.33	24
Large (10-100M)	7.31	8.48	-1.69	11.94	7

Anno	Media	Mediana	Min	Max	N
2019	2.48	2.48	2.48	2.48	1
2020	7.28	5.58	4.64	13.33	4
2021	5.77	5.23	2.81	9.55	6
2022	6.17	5.71	-1.69	11.94	13
2023	5.88	5.92	2.88	9.29	5
2024	6.75	7.16	1.94	10.74	4

## 6.7 Guida Operativa all'Uso del Report

Di seguito si indicano i passi necessari per un corretto approccio metodologico:

- Identifica settore e dimensione; usa la mediana settoriale e l'IQR come base di stima.
- Aggiusta per dimensione (Small <1M: 4–5x; Mid 1–10M: 5–6x; Large 10–100M: 8–9x+).
- Correggi qualitativamente il multiplo ( $\pm 10\text{--}20\%$ ) per crescita, marginalità, concentrazione, rischi, posizionamento.
- $\text{EV} = \text{EBITDA} \times \text{Multiplo}$ ;  $\text{Equity} = \text{EV} - \text{PFN}$  (attenzione al segno della PFN).
- Valida con DCF/reddittuale/patrimoniale e presenta un range di valori.

## 6.8 Esempi Pratici

Di seguito si forniscono 3 esempi di multipli: basso, medio, alto:

Multiplo basso – Anno 2022, Settore reti dati

Ricavi: €30,900,000 | EBITDA: €3,400,000 | PFN: €-9,500,000

EV: €-5,750,000 | Multiplo: -1.69x | Equity: €3,750,000

(caso di “outliers” – trattativa vs minoranza)

Multiplo medio – Anno 2022, Settore lavorazioni meccaniche

Ricavi: €5,628,915 | EBITDA: €1,279,538 | PFN: €1,340,637

EV: €7,300,000 | Multiplo: 5.71x | Equity: €5,959,363

Multiplo alto (robusto) – Anno 2020, Settore Fabbricazione di macchine per l'industria alimentare

Ricavi: €6,300,000 | EBITDA: €540,000 | PFN: €-2,000,000

EV: €7,200,000 | Multiplo: 13.33x | Equity: €9,200,000

Note	Dal 2019	da ultimo bilancio approvato	da ultimo bilancio approvato	da ultimo bilancio approvato (+) se saldo a debito (-) se saldo a credito (cassa)	da ultimo bilancio approvato	Corrispettivo definito contrattualmente al netto della PFN	Enterprise Value				
------	----------	------------------------------	------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------	------------------------------------------------------------	------------------	--	--	--	--

#	Anno della transazione	Ricavi azienda target	EBITDA azienda target	N. Dipendenti azienda target	PFN azienda target	PN Contabile azienda target	% Quote acquisite	Corrispettivo cessione	Valore azienda target (100%)	Metodologia di valutazione utilizzata	Ateco	Settore azienda acquistata (breve descrizione)
1	2021	3.036.697	528.055	13	(690.313)	570.057	48%	661.053	1.485.000,00	metodo misto	662202	agenzia di compagnie di assicurazione
2	2021	244.084	202.443	2	(777.914)	1.017.119	100%	1.050.114	1.050.114,00	metodo misto	829999	broker assicurativo
3	2022	5.628.915	1.279.538	25	1.340.637	7.097.750	100%	7.300.000	7.300.000,00	metodo misto	259400	lavorazioni meccaniche
4	2023	1.114.770	176.318	5	463.324	841.876	100%	1.043.962	1.043.962,00	multipli	464500	commercio prodotti cosmetici
5	2022	4.568.639	405.132	20	1.829.510	806.538	24%	360.000	1.500.000,00	multipli	231200	vetreria
6	2019	4.856.705	110.852	15	438.616	9.057	100%	275.000	275.000,00	metodo reddituale	251100	carpenteria metallica
7	2022	29.000.000	5.400.000	200	4.000.000	20.700.000	100%	38.000.000	38.000.000,00	multipli	260200	lavorazioni meccaniche-macchinari per la farmaceutica
8	2022	30.900.000	3.400.000	250	(9.500.000)	7.000.000	40%	1.500.000		accordo	432102	reti dati
9	2022	50.000.000	3.600.000	30	5.000.000	8.400.000	70%	25.000.000	43.000.000,00	DCF		utilities
10	2022	15.500.000	1.750.000	75	2.500.000	5.200.000	80%	12.500.000	15.500.000,00	multipli	284900	fabbricazione di macchine utensili commercio all'ingrosso di materiali da costruzione
11	2021	8.200.000	890.000	45	(1.000.000)	2.800.000	65%	5.400.000	8.500.000,00	metodo misto	467300	fabbricazione di motori, generatori e trasformatori elettrici
12	2022	12.000.000	1.200.000	60	(500.000)	4.500.000	100%	13.500.000	12.000.000,00	DCF	283000	fabbricazione di macchine per l'industria alimentare
13	2020	6.300.000	540.000	28	(2.000.000)	3.100.000	90%	8.500.000	7.200.000,00	multipli	289200	trasporto merci su strada
14	2022	7.842.300	964.525	38	1.257.300	3.924.211	55%	3.500.000	8.100.000,00	multipli	494100	lavorazioni meccaniche di precisione
15	2021	2.456.790	321.457	10	(980.450)	1.456.726	80%	2.450.000	2.482.000,00	metodo misto	256200	commercio all'ingrosso di materiali da costruzione
16	2022	11.325.450	1.532.479	60	(1.125.601)	5.850.320	72%	9.350.000	13.000.000,00	DCF	467300	

17	2020	4.975.235	789.456	22	820.466	2.345.988	100%	4.100.000	4.860.000,00	DCF	467200	commercio di rottami e scarti
18	2022	6.585.225	1.200.588	45	(850.000)	2.950.052	70%	3.900.000	4.800.000,00	multipli	252900	fabbricazione di serbatoi e contenitori in metallo
19	2023	3.750.464	625.492	18	1.000.058	1.950.301	85%	2.500.000	3.000.000,30	multipli	282200	fabbricazione di macchine per la formatura di metalli
20	2021	5.521.844	984.685	32	1.200.739	3.840.582	100%	4.500.000	5.200.000,00	metodo misto	332000	installazione di apparecchiature industriali
21	2020	2.980.532	496.555	12	501.027	1.486.084	95%	2.000.000	2.480.000,45	metodo misto	331200	riparazione di macchine
22	2022	4.825.754	803.252	27	(1.150.325)	2.562.870	100%	5.000.000	3.200.000,00	metodo misto	251100	fabbricazione di strutture metalliche
23	2021	2.785.324	490.415	15	(600.425)	1.825.601	65%	1.375.000	2.000.000,20	metodo misto	620200	consulenza nel settore delle tecnologie dell'informatica
24	2022	5.987.451	1.250.276	35	850.200	4.215.326	60%	3.850.000	6.800.000,00	multipli	620100	sviluppo di software non connesso all'edizione
25	2020	3.650.126	625.136	20	400.550	1.900.150	90%	2.750.000	2.900.000,00	metodo misto	259400	lavorazioni meccaniche
26	2022	6.432.502	1.005.668	40	(950.750)	3.410.301	100%	5.500.000	4.400.000,00	metodo misto	332000	installazione di apparecchiature industriali
27	2023	1.300.557	86.673	11	(29.448)	39.543	60%	70.000	250.000,00	metodo misto	432101	impiantistica
27	2023	356.500	375.268	0	78.540	3.225.003	100%	3.485.000	3.485.000,00	multipli	702209	consulenza marketing
28	2024	6.327.900	2.516.906	39	3.396.351	3.045.664	100%	22.000.000	20.273.785,00	multipli	93119	gestione di altri impianti sportivi
29	2024	4.278.553	664.614	53	966.357	522.493	100%	4.000.000	4.169.470,00	multipli	561011	ristorazione con somministrazione
30	2024	1.854.885	1.070.888	3	(540.043)	78.954	100%	11.500.000	11.496.448,00	multipli		broker di assicurazioni
31	2023	73.000.000	2.300.000	11	(100.000)	8.800.000	51%	7.500.000	15.000.000,00	multipli	352300	utilities
32	2024	2.498.000	397.000	3	33.000	596.000	50%	385.000	770.000,00	multipli	466999	commercio ingrosso attrezzature per industria manifatturiera

Ateco	Ricavi	EBITDA	EBITDA_Margin	PFN	Quota	Corrispettivo	EquityValue_Totale	EV	Multiplo_EBITDA	Metodo
662202	3.036.697,00	528.055,00	17%	- 690.313,00	48%	661.053,00	1.373.473,92	1.485.000,00	2,8	metodo misto
829999	244.084,00	202.443,00	83%	- 777.914,00	100%	1.050.114,00	1.050.114,00	1.050.114,00	5,2	metodo misto
259400	5.628.915,00	1.279.538,00	23%	1.340.637,00	100%	7.300.000,00	7.300.000,00	7.300.000,00	5,7	metodo misto
464500	1.114.770,00	176.318,00	16%	463.324,00	100%	1.043.962,00	1.043.962,00	1.043.962,00	5,9	multipli
231200	4.568.639,00	405.132,00	9%	1.829.510,00	24%	360.000,00	1.500.000,00	1.500.000,00	3,7	multipli
251100	4.856.705,00	110.852,00	2%	438.616,00	100%	275.000,00	275.000,00	275.000,00	2,5	metodo reddituale
260200	29.000.000,00	5.400.000,00	19%	4.000.000,00	100%	38.000.000,00	38.000.000,00	38.000.000,00	7,0	multipli
432102	30.900.000,00	3.400.000,00	11%	- 9.500.000,00	40%	1.500.000,00	3.750.000,00	- 5.750.000,00	-1,7	accordo
	50.000.000,00	3.600.000,00	7%	5.000.000,00	70%	25.000.000,00	35.714.285,71	43.000.000,00	11,9	DCF
284900	15.500.000,00	1.750.000,00	11%	2.500.000,00	80%	12.500.000,00	15.625.000,00	15.500.000,00	8,9	multipli
467300	8.200.000,00	890.000,00	11%	- 1.000.000,00	65%	5.400.000,00	8.307.692,31	8.500.000,00	9,6	metodo misto
283000	12.000.000,00	1.200.000,00	10%	- 500.000,00	100%	13.500.000,00	13.500.000,00	12.000.000,00	10,0	DCF
289200	6.300.000,00	540.000,00	9%	- 2.000.000,00	90%	8.500.000,00	9.444.444,44	7.200.000,00	13,3	multipli
494100	7.842.300,00	964.525,40	12%	1.257.300,00	55%	3.500.000,00	6.363.636,36	8.100.000,00	8,4	multipli
256200	2.456.789,50	321.457,25	13%	- 980.450,15	80%	2.450.000,00	3.062.500,00	2.482.000,00	7,7	metodo misto
467300	11.325.450,35	1.532.478,60	14%	- 1.125.600,55	72%	9.350.000,00	12.986.111,11	13.000.000,00	8,5	DCF
467200	4.975.235,10	789.456,35	16%	820.465,75	100%	4.100.000,00	4.100.000,00	4.860.000,00	6,2	DCF

252900	6.585.225,00	1.200.588,00	18%	- 850.000,20	70%	3.900.000,30	5.571.429,00	4.800.000,00	4,0	multipli
282200	3.750.464,00	625.492,00	17%	1.000.058,00	85%	2.500.000,00	2.941.176,47	3.000.000,30	4,8	multipli
332000	5.521.844,00	984.685,00	18%	1.200.739,00	100%	4.500.000,10	4.500.000,10	5.200.000,00	5,3	metodo misto
331200	2.980.532,00	496.555,00	17%	501.027,00	95%	2.000.000,00	2.105.263,16	2.480.000,45	5,0	metodo misto
251100	4.825.754,00	803.252,00	17%	- 1.150.325,00	100%	5.000.000,00	5.000.000,00	3.200.000,00	4,0	metodo misto
620200	2.785.324,00	490.415,20	18%	- 600.425,35	65%	1.375.000,00	2.115.384,62	2.000.000,20	4,1	metodo misto
620100	5.987.450,75	1.250.275,65	21%	850.200,45	60%	3.850.000,00	6.416.666,67	6.800.000,00	5,4	multipli
259400	3.650.125,55	625.135,70	17%	400.550,25	90%	2.750.000,00	3.055.555,56	2.900.000,00	4,6	metodo misto
332000	6.432.502,00	1.005.668,00	16%	- 950.750,20	100%	5.500.000,00	5.500.000,00	4.400.000,00	4,4	metodo misto
432101	1.300.557,00	86.673,00	7%	- 29.448,00	60%	70.000,00	116.666,67	250.000,00	2,9	metodo misto
702209	356.500,00	375.268,00	105%	78.540,00	100%	3.485.000,00	3.485.000,00	3.485.000,00	9,3	multipli
93119	6.327.900,00	2.516.906,00	40%	3.396.351,00	100%	22.000.000,00	22.000.000,00	20.273.785,00	8,1	multipli
561011	4.278.553,00	664.614,00	16%	966.357,00	100%	4.000.000,00	4.000.000,00	4.169.470,00	6,3	multipli
	1.854.885,00	1.070.888,00	58%	- 540.043,00	100%	11.500.000,00	11.500.000,00	11.496.448,00	10,7	multipli
352300	73.000.000,00	2.300.000,00	3%	- 100.000,00	51%	7.500.000,00	14.705.882,35	15.000.000,00	6,5	multipli
466999	2.498.000,00	397.000,00	16%	33.000,00	50%	385.000,00	770.000,00	770.000,00	1,9	multipli

## Nota metodologica – Tabella “Beta levered e multipli”

La tabella che segue rappresenta una sintesi dei risultati econometrici derivanti dalle due tabelle precedenti, nelle quali sono riportati i principali multipli osservati (EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E) per i diversi settori e campioni di imprese analizzate.

Secondo lo schema metodologico proposto dal Prof. Luigi Guatri<sup>1</sup>, l’analisi dei multipli trova coerenza teorica nel rapporto con il rischio sistematico dell’impresa, espresso attraverso il coefficiente Beta levered.

In questa prospettiva, i multipli non sono interpretati solo come rapporti empirici, ma come espressione sintetica del trade-off tra redditività attesa e rischio finanziario, ossia della relazione inversa tra rischio e valore.

Il prospetto riassuntivo qui riportato consente pertanto di:

- evidenziare la coerenza interna tra i diversi multipli di mercato e i livelli di rischio associati ai settori di appartenenza;
- individuare fasce di multipli “teoricamente coerenti” rispetto ai valori di Beta levered e alla struttura finanziaria media del campione;
- fornire al valutatore un riferimento operativo per la determinazione dei range di multipli applicabili nelle valutazioni di imprese non quotate, in chiave comparativa e prudenziale.

La logica sottostante, mutuata dal modello di Guatri, consente di raccordare la dimensione empirica (multipli osservati) con quella teorico-finanziaria (rendimento atteso e rischio), offrendo così una chiave di lettura integrata tra analisi di mercato e fondamenti del valore.

Osservazioni conclusive

L’analisi conferma la coerenza inversa tra livello di rischio e multiplo atteso: ai settori caratterizzati da un Beta levered più elevato, e dunque da una maggiore volatilità dei risultati economici, corrispondono in media multipli più contenuti.

Viceversa, nei comparti con Beta inferiore e flussi di cassa più stabili, i multipli tendono ad attestarsi su valori più elevati, riflettendo una minore percezione di rischio da parte del mercato e una maggiore capacità di generazione di valore nel tempo.

Questa relazione, già evidenziata da Guatri e ripresa nella prassi valutativa contemporanea, conferma l’utilità di integrare la dimensione empirica dei multipli

---

<sup>1</sup> Lo Studio Prof. Luigi Guatri è noto, a livello nazionale, per le proprie competenze nel campo delle valutazioni economiche. Lo stesso assiste imprese attive in ogni settore economico, molte delle quali sono quotate.

I professionisti dello Studio sono autori di libri e articoli sulla misurazione del valore, nonché relatori in convegni e master nel medesimo ambito.

Lo Studio è stato fondato dal prof. Luigi Guatri, professore emerito e presidente onorario dell’Università Bocconi.

con una lettura teorico-finanziaria del rischio, così da ottenere valutazioni più coerenti e tecnicamente fondate.

<b>Beta levered e multipli al 31 dicembre 2024 (Europa)</b>				
<b>8 gennaio 2025 - Studio Prof. Luigi Guatri</b>				
<b>Multipli leading</b>	<b>Campione Prof. Guatri</b>	<b>Campione ODCEC-BS</b>	<b>Campione Prof. Guatri</b>	<b>Campione ODCEC-BS</b>
	<b>EV/SALES</b>	<b>EV/SALES</b>	<b>EV/EBITDA</b>	<b>EV/EBITDA</b>
Alimentari e bevande	2,0	<b>0,5</b>	11,3	<b>3,1</b>
Assicurazioni	n.a.	3,7	n.a.	6,2
Automotive	1,0	0,9	6,4	7,5
Banche	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Beni di consumo	2,2	n.a.	12,3	n.a.
Chimica	1,1	0,6	7,7	4,8
Costruzioni	1,1	1,1	6,9	8,1
Media	2,7	9,8	13,6	9,3
Salute	3,2	3,2	12,6	8,1
Tecnologia	3,2	0,8	12,9	5,6
Telecomunicazioni	1,6	0,6	6,3	3,2
Utilities	2,3	0,5	8,0	9,2

## CAPITOLO 7 - Differenze nella valutazione tra società di persone e società di capitali

### 7.1. Aspetti Civilistici

Le società di persone (SNC, SAS) sono caratterizzate da un'autonomia patrimoniale imperfetta, in cui il patrimonio sociale si confonde con quello dei soci, e dalla responsabilità illimitata e solidale dei soci.

L'attività non ha una personalità giuridica distinta: l'impresa coincide sostanzialmente con le persone che la gestiscono. Questo comporta che la valutazione debba tener conto del rischio personale dei soci e della loro capacità di generare reddito.

Al contrario, le società di capitali godono di autonomia patrimoniale perfetta e personalità giuridica distinta, quindi sono valutate come entità autonome.

Di seguito vengono elencate differenze di natura civilistica che si riflettono sulla valutazione economica delle società:

- L'autonomia patrimoniale imperfetta genera un maggior rischio e di conseguenza un tasso di capitalizzazione più alto con impatto sulla riduzione del valore;
- Le società di persone sono caratterizzate dall'*intuitu personae*, il valore dipende dai soci, le partecipazioni risultano difficilmente trasferibili e liquidabili;
- La responsabilità illimitata dei soci determina un maggior rischio individuale e conseguentemente la minor appetibilità dell'investimento;
- Il valore si lega all'attività personale dei soci e non all'impresa considerata come entità autonoma;
- L'assenza di un bilancio pubblico determina incertezza nella valutazione, minor trasparenza e maggiore soggettività nelle stime;
- Ulteriore conseguenza è la difficoltà nel crescere o attrarre capitali e un minor valore prospettico rispetto ad una società di capitali.

Le società di persone sono un prolungamento giuridico dei soci, il loro valore scaturisce dall'insieme del valore dell'attività e delle persone.

### 7.2. Aspetti Economico-Finanziari

Nelle società di persone la redditività e i flussi di cassa sono spesso strettamente legati ai soci. Le grandezze da analizzare e normalizzare sono l'EBITDA e la remunerazione figurativa dei soci.

I principali metodi di valutazione utilizzabili sono:

- Metodo Patrimoniale, idoneo se l'attività è caratterizzata da rilevanti beni materiali e avviamento poco significativo;
- Metodo Reddituale Normalizzato, con determinazione del reddito medio normalizzato epurato dai costi figurativi relativi alla remunerazione del lavoro

- dei soci e con un tasso di capitalizzazione più elevato per riflettere il rischio personale, la minore stabilità e la dipendenza dai soci;
- Metodo Misto Patrimoniale-Reddituale, da utilizzare se oltre alla componente personale è presente una struttura aziendale autonoma;
  - Metodo DCF (Discounted Cash Flow), per società strutturate, con  $K_e$  più alto per scontare il rischio soggettivo. Il tasso di capitalizzazione o di attualizzazione deve incorporare il rischio legato ai soci, alla dimensione e alla dipendenza dall'attività personale. Il  $K_e$  rappresenta il costo del capitale proprio (Equity), ossia il rendimento richiesto dai soci per investire nel capitale dell'impresa. La formula più comune per calcolare il  $K_e$  è quella derivata dal CAPM (Capital Asset Pricing Model):

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

dove:

- $R_f$  = tasso privo di rischio (es. rendimento dei titoli di Stato a lungo termine)
- $\beta$  = coefficiente beta dell'azienda, misura la sensibilità del titolo rispetto al mercato
- $R_m$  = rendimento atteso del mercato
- $(R_m - R_f)$  = *market risk premium*, cioè il premio per il rischio del mercato

In ogni caso l'avviamento (*goodwill*) è difficilmente separabile e coincide e si sovrappone con la reputazione e capacità dei soci; a parità di risultati economici una società di persone vale meno di una società di capitali perché il rischio personale e la dipendenza dai soci sono maggiori.

### 7.3. Aspetti Fiscali

La tassazione nelle società di persone avviene per trasparenza: il reddito è imputato direttamente ai soci e tassato in capo ai medesimi soci con aliquota progressiva (IRPEF) anche se non distribuito. Il compenso ai soci lavoratori sovente è non deducibile, salvo i casi di lavoro dipendente o autonomo distinto.

Nelle società di capitali al contrario la tassazione è autonoma (IRES e IRAP).

A parità di reddito, il carico fiscale complessivo è generalmente più alto nelle società di persone, riducendo il flusso netto disponibile per i soci. Questo incide sulla valutazione perché abbassa il rendimento netto dell'investimento.

Nelle società di persone quindi il valore economico deve tener conto della fiscalità personale dei soci e della responsabilità illimitata, ciò comporta un valore inferiore e un rischio superiore.

### 7.4. Normalizzazione dell'EBITDA

Nelle società di persone la normalizzazione dell'EBITDA è più delicata rispetto alle società di capitali, proprio perché il risultato contabile è spesso "contaminato" da elementi personali dei soci, scelte fiscali e gestioni poco formalizzate.

L'EBITDA normalizzato deve rappresentare la reale capacità dell'impresa di generare cassa in condizioni ordinarie, indipendentemente dai soci e non distorto da eventi occasionali o gestioni personali.

L'obiettivo della normalizzazione è rendere il risultato comparabile con quello di un'impresa "autonoma", depurandolo da effetti straordinari, soggettivi o non ricorrenti.

Le principali categorie di normalizzazioni nelle società di persone consistono in:

- Normalizzazione sui Compensi figurativi dei soci non contabilizzati, mediante la previsione di una remunerazione figurativa a misurazione del lavoro dei soci e l'eliminazione di compensi eccessivi;
- Eliminazione di costi personali o non aziendali, (i.e. auto, carburante, viaggi, utenze, spese familiari);
- Esclusione di componenti straordinarie, non ricorrenti o occasionali, positive o negative;
- Normalizzazione dei rapporti infragruppo o familiari a valori di mercato, relativamente a locazione tra soci e società, canoni di leasing, mutui o servizi resi da familiari, condizioni commerciali anomale con società collegate;
- Inserimento o eliminazione di costi figurativi, (affitti, consulenze, personale);
- Correzioni per ricavi non core o una tantum.

L'obiettivo è ottenere un EBITDA che rappresenti la reale capacità dell'impresa di generare cassa indipendentemente dai soci.

Di seguito si espone un esempio di schema sintetico di calcolo dell'EBITDA normalizzato o *adjusted*:

EBITDA contabile

- + Spese personali soci (auto, utenze)
- Compenso figurativo soci operativi
- + Spese straordinarie Familiari
- Canone figurativo immobile soci

## 7.5. Aspetti Soggettivi e di Mercato

Nelle società di capitali, si valuta un'entità autonoma che genera flussi indipendentemente dalle persone. Nelle società di persone, invece:

- l'attività si identifica con i soci ("impresa-persona");
- la continuità aziendale è meno garantita;
- il reddito disponibile è influenzato da decisioni personali e fiscali;
- il rischio operativo è intrecciato al rischio personale dei soci.

Quindi, la valutazione deve depurare il reddito da elementi soggettivi e riflettere la capacità di reddito trasferibile a un terzo, la sostenibilità economica nel tempo e la remunerazione del lavoro imprenditoriale.

Le società di persone sono infatti influenzate fortemente da fattori personali e di mercato quali:

- fattori soggettivi, reputazione, esperienza, relazioni, know-how, continuità generazionale, sostituibilità dei soci;
- fattori di mercato, posizione competitiva, fidelizzazione clientela, concorrenza, barriere all'ingresso, localizzazione;
- l'avviamento è spesso personale e non trasferibile, e la liquidabilità della partecipazione è ridotta.

Per questo motivo, il valore di mercato può subire uno sconto rispetto al valore teorico.

Il tasso di rischio applicato cresce al crescere della dipendenza dei risultati dai soci.

La valutazione economico-finanziaria di una società di persone:

- non misura solo un valore d'impresa, ma il valore di un reddito trasferibile indipendente dai soci;
- richiede ricostruzione economica, normalizzazione dell'EBITDA e tasso di rischio maggiorato;
- deve essere supportata da analisi qualitativa (clientela, know-how, dipendenza personale).

## 7.6. Griglia di Valutazione Qualitativa

Nelle società di persone (SNC, SAS), la redditività non deriva solo da un capitale organizzato, ma dall'abilità, dalla reputazione e dalle relazioni dei soci.

Questo introduce due effetti fondamentali:

- l'avviamento è personale, non aziendale, il valore dipende dai soci, non dalla struttura;
- il rischio di continuità è elevato, se i soci cambiano o smettono di operare l'impresa perde valore;
- la valutazione non può prescindere da una stima qualitativa del "peso del fattore umano" nel successo aziendale.

L'utilizzo di una griglia qualitativa consente di oggettivare i fattori soggettivi e di mercato nella determinazione del tasso di rischio.

Si procede con la valutazione di ogni area (assetto soggettivo, contesto di mercato, continuità e governance, trasferibilità), con attribuzione di punteggi e pesi percentuali.

La griglia serve a trasformare elementi soggettivi (abilità, reputazione, continuità, ecc.) in punteggi numerici, per arrivare a un tasso di rischio (e quindi di capitalizzazione) che sia:

- motivato (non scelto "a sensazione");
- coerente con le caratteristiche dell'impresa e del contesto;
- comparabile tra più aziende.

La griglia è divisa in aree di analisi, che rappresentano i principali fattori di rischio. Ogni area ha:

- indicatori qualitativi, ciascuno con un punteggio da assegnare (es. da 1 a 5, o da 0 a 100);
- un peso percentuale, che indica quanto quell'area incide sul rischio complessivo.

Esempio per l'area "Assetto soggettivo":

<b>Punteggio</b>	<b>Descrizione sintetica</b>
80–100	Soci molto esperti, con forte reputazione, rete consolidata
60–79	Soci competenti, buona reputazione, organizzazione adeguata
40–59	Esperienza discreta, ma dipendenza da pochi soci chiave
<40	Soci con esperienza limitata o scarsa affidabilità

Per ciascuna area:

$$\text{Punteggio area} = \text{Punteggio ottenuto} \times \text{Peso (\%)}$$

Poi si sommano i punteggi ponderati di tutte le aree per ottenere un punteggio complessivo su 500 (o su 100, a seconda della scala adottata).

Il punteggio totale ottenuto viene poi confrontato con la scala di riferimento.

Il punteggio totale determina la classe qualitativa e il tasso di capitalizzazione da applicare, ad esempio:

- Classe A (400–500): rischio basso → 10–12% (tasso di capitalizzazione indicativo);
- Classe B (300–399): rischio medio → 12–14% (tasso di capitalizzazione indicativo);
- Classe C (200–299): rischio alto → 14–17% (tasso di capitalizzazione indicativo);
- Classe D (<200): rischio molto alto → 17–20% (tasso di capitalizzazione indicativo).

I pesi percentuali derivano da:

- l'esperienza professionale e le prassi valutative (spesso condivise da ordini professionali o guide come quelle del CNDCEC);
- la rilevanza dell'area nel tipo specifico di attività.

Ad esempio:

- In una società di consulenza, l'"assetto soggettivo" peserà di più (abilità e reputazione sono centrali);
- In una società commerciale, peserà di più il "contesto di mercato" e la "trasferibilità" della clientela.

Questa metodologia consente di motivare in modo trasparente la scelta del tasso utilizzato nella stima.

Di seguito viene proposta una griglia di valutazione qualitativa utilizzabile per lo scopo.

#### Fattori soggettivi principali

<b>Fattore soggettivo</b>	<b>Effetto sul valore</b>
Reputazione personale dei soci	Aumenta il valore (fiducia della clientela, accesso al credito)
Esperienza e know-how specifico	Genera avviamento personale non replicabile
Leadership e relazioni di fiducia (clienti, fornitori, banche)	Maggiore stabilità dei flussi, ma minore trasferibilità

Dipendenza dai soci	Rischio alto: riduce valore in ottica di cessione
Età e motivazione dei soci	Influenza la prospettiva temporale dei flussi (se prossimi al ritiro, valore ridotto)
Composizione del gruppo familiare	Se l'attività è familiare, il passaggio generazionale diventa determinante.
Professionalità nella gestione	Maggiore organizzazione = maggiore "autonomia dell'impresa" = valore più alto
<b>Fattore di mercato</b>	<b>Effetto tipico su redditività e valore</b>
Posizione competitiva locale	Se la società domina il mercato locale (artigiano storico, negozio leader), l'avviamento è forte ma personale
Intensità della concorrenza	Maggiore concorrenza = minor potere di prezzo = minore valore
Stabilità della clientela	Clienti fidelizzati = flussi stabili → valore più alto
Settore e trend	Settori in crescita (food artigianale, servizi personalizzati) → multipli più alti
Barriere all'ingresso	Know-how tecnico o licenze = protezione del margine
Localizzazione	Mercati locali solidi = stabilità; mercati saturi = rischio alto
Elasticità della domanda	Se la clientela è sensibile al prezzo, il reddito è più volatile → tasso più alto

Questa griglia serve quindi per:

- giustificare la scelta del tasso di rischio (in modo trasparente e motivato);
- rendere oggettiva la componente qualitativa della valutazione;
- spiegare a banche o controparti perché un'impresa personale può comunque avere stabilità economica se ben organizzata.

## 7.7. Liquidità e trasferibilità della partecipazione

Nelle società di persone:

- il trasferimento di quote richiede il consenso degli altri soci → illiquidità strutturale;
- la domanda di mercato per partecipazioni di minoranza è quasi nulla;
- l'acquirente naturale è un socio esistente o un familiare;
- il valore di realizzo in caso di uscita è spesso inferiore al valore teorico.

Ciò comporta l'applicazione di un "discount for lack of marketability", spesso compreso tra 10% e 30%, nella valutazione finale.

## 7.8 Conclusione

La valutazione delle società di persone richiede un approccio integrato che combini analisi giuridica, contabile, fiscale, economica di mercato e qualitativa.

Il valore non è determinato solo in funzione dei numeri ma della capacità dell'impresa di produrre reddito indipendente dai soci e di trasferire tale reddito a terzi, si deve perseguire un equilibrio tra valore intrinseco (reddito generato) e valore trasferibile (reddito sostenibile da altri).

La componente soggettiva, la reputazione e la percezione del mercato determinano il “moltiplicatore隐含的” del valore economico.

<b>Dimensione</b>	<b>Implicazione nella valutazione</b>
Soggettiva (persone)	Valore dipende da soci, reputazione, know-how, relazioni
Mercato (competitività)	Influenza la stabilità e la replicabilità dei flussi
Trasferibilità	Riduce la liquidità e quindi il valore di scambio
Continuità aziendale	Limita la prospettiva temporale del reddito
Autonomia gestionale	Più è alta, più la valutazione si avvicina a quella di una società di capitali

## CAPITOLO 8 - Integrazione ESG nella valutazione aziendale

### 8.1 Fattori ESG e valutazione d'azienda

L'integrazione dei fattori (ESG) nella valutazione aziendale sta diventando una tendenza destinata a ridefinire i parametri tradizionali nel processo di misurazione del valore dell'Azienda. Questo cambiamento di paradigma, che ha riguardato inizialmente le grandi società quotate, sta interessando progressivamente anche le piccole e medie imprese (PMI). Il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (Cndcec) ha pubblicato un Quaderno dal titolo: «*fattori ESG nella valutazione d'azienda: la costruzione della base informativa*».

Il documento fa un focus sulla fase preliminare del processo di valutazione, ovvero la costruzione della base informativa ESG e si inserisce in un contesto normativo in continua evoluzione che sta ridefinendo i principi della rendicontazione non finanziaria a livello europeo con l'entrata in vigore della *Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)* e l'adozione degli *European Sustainability Reporting Standards (ESRS)*.

L'integrazione dei fattori ESG nella valutazione aziendale rappresenta una vera e propria rivoluzione nel campo della finanza d'impresa, in quanto impone l'adozione di una visione ampia che considera l'azienda parte integrante di un sistema in cui i flussi economici e finanziari sono strettamente correlati anche all'impatto ambientale, sociale e di governance.

Questo nuovo approccio impone ai professionisti della valutazione di sviluppare competenze multidisciplinari, che possono riguardare temi legati alle dinamiche ambientali e i relativi effetti sui flussi finanziari, la conoscenza delle migliori pratiche in materia di governance, oltre allo studio dell'impatto sociale delle attività d'impresa.

La sfida più grande consiste nel trasformare e tradurre elementi qualitativi in dati quantitativi da integrare nei modelli di valutazione tradizionali.

In una visione più ampia rispetto ai tradizionali criteri di valutazione, i fattori ESG si possono riflettere sui tre pilastri fondamentali del valore aziendale:

- i flussi prospettici,
- il rischio
- la crescita.

Dunque, l'adozione di pratiche virtuose da un punto di vista della sostenibilità può avere riflessi, più o meno significativi, sui flussi economici in termini di ricavi, si pensi a potenziali clienti che per policy o per normativa devono avere controparti ESG, ai minori costi, tipico esempio la razionalizzazione dei costi energetici con l'installazione di pannelli fotovoltaici o l'utilizzo di impianti geotermici, così come una minor esposizione ai rischi regolatori o reputazionali. Dunque, anche prospetticamente, l'adozione di principi ESG può creare nuove opportunità di mercato, aprire all'innovazione e stimolare la crescita nel lungo periodo.

Nuove variabili devono dunque essere considerate dal Valutatore in ragione dell'impatto ambientale, sociale e di governance sull'impresa e gli effetti di queste variabili sulle performance aziendali, ponendo particolare attenzione agli effetti in termini prospettici di tali fattori sui flussi economici e finanziari.

Nell'evoluzione delle pratiche valutative è fondamentale la qualità della base informativa ESG, e per un valutatore, la mancanza di dati standardizzati o di una solida base informativa rende il compito particolarmente difficile, in modo particolare nelle Piccole Medie Imprese, non seggette ad obblighi di rendicontazione.

Per una valutazione aziendale che tenga conto dei fattori di sostenibilità è imprescindibile la costruzione di una solida base informativa che richiede un approccio lungimirante e dinamico nella raccolta e nell'analisi delle informazioni significative mediante l'identificazione delle questioni ESG materiali per l'azienda.

Questo richiede una profonda conoscenza dell'impresa, del settore di appartenenza e di tutti i portatori di interessi che ruotano attorno ad essa, comprensione del modello di business dell'impresa e delle aspettative dei suoi portatori di interessi. Per le PMI, può essere utile partire da framework riconosciuti come gli ESRS, adattandoli al contesto specifico dell'azienda. È fondamentale concentrarsi sui fattori ESG che hanno un impatto tangibile sulle performance finanziarie o che rappresentano rischi o opportunità significative per la crescita.

Identificate le aree di materialità, il passaggio successivo è la raccolta dei dati. Questo può includere informazioni quantitative (ad esempio, dati sulle emissioni di CO2, sul consumo energetico o sulla diversità della forza lavoro) e qualitative (come politiche aziendali, iniziative di sostenibilità o feedback degli stakeholder). Per le PMI, che potrebbero non avere sistemi di reporting ESG sofisticati, può essere necessario attingere ad una pluralità di fonti, interne o esterne.

Il presente lavoro, come peraltro quello del Documento di Ricerca a cui si fa riferimento è rivolto alle piccole e medie imprese (PMI) che, pur non essendo sottoposte a obblighi normativi di rendicontazione afferenti i fattori ESG, implementano iniziative di sostenibilità per creare valore e avere un vantaggio competitivo nei confronti dei competitor e intendono adottare un approccio che connoti l'attività come virtuosa e orientata al rispetto delle generazioni future.

Una valutazione ESG accurata dipende dalla qualità e dalla completezza dei dati raccolti, che in ipotesi di non obbligatorietà e di scarsa diffusione di best practice consolidate, sono difficilmente disponibili in aziende di medio-piccola dimensione. Soprattutto nella fase iniziale dell'implementazione di progetti di sostenibilità, è probabile che nei piani aziendali disponibili (PEF), che dispongono delle informazioni anche prospettiche di natura economico – finanziaria, non siano contenute azioni e strategie ai fini del perseguitamento degli obiettivi ESG e i loro effetti sui flussi economici e finanziari.

Per poter avviare un'attività di valutazione, la raccolta delle informazioni è propedeutica al valutatore, anche alla luce delle recenti evoluzioni gestionali nell'ottica ESG, e il valutatore dovrà essere dotato delle necessarie competenze per intraprendere il percorso di analisi che integri una valutazione completa e conforme ai paradigmi di sostenibilità.

Spetta al valutatore individuare quali fattori ESG possano avere un impatto ai fini della valutazione; l'International Valuation Standards Council (IVSC), ha evidenziato che non tutti i fattori ESG devono essere considerati dal valutatore ai fini della propria attività valutativa.

Con riferimento ai fattori ambientali possono assumere rilevanza:

- i) *la mitigazione dei cambiamenti climatici, anche per quanto riguarda le emissioni di gas a effetto serra;*
- ii) *l'adattamento ai cambiamenti climatici;*
- iii) *le risorse idriche e marine;*
- iv) *l'uso delle risorse e l'economia circolare;*
- v) *l'inquinamento;*
- vi) *la biodiversità e gli ecosistemi.*

Con riferimento ai fattori sociali e in materia di diritti umani, ai fini di un'attività valutativa, vanno considerati:

- i) *la parità di trattamento e le pari opportunità per tutti, comprese la parità di genere e la parità di retribuzione per un lavoro di pari valore, la formazione e lo sviluppo delle competenze, l'occupazione e l'inclusione delle persone con disabilità, le misure contro la violenza e le molestie sul luogo di lavoro, e la diversità;*
- ii) *le condizioni di lavoro, compresi l'occupazione sicura, l'orario di lavoro, i salari adeguati, il dialogo sociale, la libertà di associazione, l'esistenza di comitati aziendali, la contrattazione collettiva, inclusa la percentuale di lavoratori interessati da contratti collettivi, i diritti di informazione, consultazione e partecipazione dei lavoratori, l'equilibrio tra vita professionale e vita privata, la salute e la sicurezza;*
- iii) *il rispetto dei diritti umani, delle libertà fondamentali, delle norme e dei principi democratici stabiliti nella Carta internazionale dei diritti dell'uomo e in altre convenzioni fondamentali delle Nazioni Unite in materia di diritti umani, compresa la convenzione delle Nazioni Unite sui diritti delle persone con disabilità, nella dichiarazione delle Nazioni Unite sui diritti dei popoli indigeni, nella dichiarazione dell'Organizzazione internazionale del lavoro sui principi e i diritti fondamentali nel lavoro, nelle convenzioni fondamentali dell'Organizzazione internazionale del lavoro, nella convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali, nella Carta sociale europea e nella Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea.*

Infine, in ambito dei fattori di governance sono da considerare:

- i) *il ruolo degli organi di amministrazione, gestione e controllo dell'impresa per quanto riguarda le questioni di sostenibilità e la loro composizione, nonché le loro competenze e capacità in relazione allo svolgimento del ruolo o l'accesso di tali organi a questo tipo di competenze e capacità;*
- ii) *le caratteristiche principali dei sistemi interni di controllo e gestione del rischio dell'impresa, in relazione alla rendicontazione di sostenibilità e al processo decisionale;*
- iii) *l'etica aziendale e la cultura d'impresa, compresi la lotta contro la corruzione attiva e passiva, la protezione degli informatori e il benessere degli animali;*
- iv) *le attività e gli impegni dell'impresa relativi all'esercizio della sua influenza politica, comprese le attività di lobbying;*
- v) *la gestione e la qualità dei rapporti con i clienti, i fornitori e le comunità interessate dalle attività dell'impresa, comprese le prassi di pagamento, in particolare per quanto riguarda i ritardi di pagamento alle piccole e medie imprese.*

Spunti interessanti, al fine di individuare i fattori ESG che possono influenzare sulle variabili finanziarie delle imprese, sono forniti anche dalle linee guida emanate dalle organizzazioni di rendicontazione di sostenibilità, e in ogni caso, vanno adeguatamente considerate le singole specificità della realtà oggetto di valutazione.

In ogni caso i fattori oggetto di informativa di sostenibilità da parte delle società sono quei fattori ritenuti rilevanti (*material*), in quanto in grado di esprimere un impatto sulla comunità di riferimento (*rilevanza dell'impatto*) o potenzialmente in grado di avere effetti rilevanti sulla posizione patrimoniale-finanziaria e sulle performance (*rilevanza finanziaria*).

I concetti di rilevanza di impatto e di rilevanza finanziaria sono definiti nell'ESRS.

In base all'approccio della CSRD occorre rendicontare gli elementi di sostenibilità che risultano rilevanti in una o entrambe le richiamate prospettive.

## 8.2 Definizioni adottate dall'Unione Europea con riferimento alla rilevanza (materiality)

**Rilevanza:** Una questione di sostenibilità è rilevante se risponde alla definizione di rilevanza dell'impatto, a quella di rilevanza finanziaria o a entrambe.

**Rilevanza dell'impatto:** Una questione di sostenibilità è rilevante dal punto di vista dell'impatto quando riguarda gli impatti rilevanti dell'impresa, negativi o positivi, effettivi o potenziali, sulle persone o sull'ambiente nel breve, medio o lungo periodo. Una questione di sostenibilità rilevante dal punto di vista dell'impatto comprende gli impatti connessi alle attività proprie dell'impresa e alla catena del valore a monte e a valle, anche attraverso i suoi prodotti e servizi e i suoi rapporti commerciali.

Rilevanza finanziaria: Una questione di sostenibilità può essere rilevante da un punto di vista finanziario se genera rischi od opportunità che incidono o di cui si può ragionevolmente prevedere che incidano sulla situazione patrimoniale-finanziaria, sul risultato economico e sui flussi finanziari dell'impresa, sull'accesso ai finanziamenti o sul costo del capitale nel breve, medio o lungo periodo.

Doppia Rilevanza: La doppia rilevanza ha due dimensioni: la rilevanza dell'impatto e la rilevanza finanziaria. Una questione di sostenibilità soddisfa il criterio della doppia rilevanza se è rilevante da un punto di vista dell'impatto e da un punto di vista finanziario.

Altra distinzione è tra fattori ESG "significativi" ai fini della valutazione d'azienda, e fattori ESG "non significativi" vale a dire, tutti quegli elementi ritenuti idonei ad aggiungere o ridurre valore nell'ambito della stima del complesso aziendale oggetto di valutazione.

La dottrina ha distinto tra, punto di vista degli Investitori e quello dell'azienda.

Per gli Investitori il tema di fondo è, come possono influire i temi ESG sulla funzione economica prospettica ed eventuali criteri di allocazione del portafoglio in presenza di aziende che dimostrano sensibilità ESG, quali costi ambientali e sociali vengono prodotti dall'attività, le politiche adottate per ridurre tali costi, l'ammontare e la durata degli investimenti e il loro periodo di recupero. Altra questione è riferita al punteggio ESG, come influenza il prezzo delle azioni e se tale punteggio coglie gli aspetti di rischio a breve o a lungo termine.

Per l'azienda è significativo capire quali sono le strategie migliori in tema ESG, come attuarle, come misurare i risultati raggiunti e quale influenza tali risultati possono avere sulla creazione di valore.

Per dare riscontro a questi temi, in ogni caso è fondamentale la misurazione delle pratiche ESG sui flussi di risultato e sul rischio aziendale, andando a studiare la relazione che esiste tra l'attribuzione di un punteggio tramite un sistema di indicatori (ESG Scoring) e il valore aziendale.

In entrambi i casi il tema che si pone è quello della misurazione dei comportamenti *ESG compliant* sui flussi e sul rischio.

Le imprese non tenute al report di sostenibilità, dunque la gran parte delle imprese, possono fornire una serie di informazioni di carattere non finanziario nella nota integrativa, nella relazione sulla gestione o, se si tratta di società benefit, nella relazione d'impatto.

In aggiunta, il sistema finanziario ha iniziato a richiedere una serie di dati ESG, ai fini di una loro valutazione in termini di ESG scoring: quantità di gas serra emessi, i consumi energetici, l'impiego di eventuali investimenti in fonti rinnovabili, le quantità di rifiuti generati e di prelievi idrici, la frequenza di infortuni sul lavoro, le misure di welfare adottate, la presenza di certificazioni sociali, la percentuale di donne nei ruoli chiave, l'adesione ad associazioni o enti che promuovono iniziative per lo sviluppo sostenibile, la disponibilità di certificazioni di buone condotte di governo, le azioni attuate nella verifica di sostenibilità dei fornitori.

Una parte della Dottrina enuclea cinque possibili collegamenti tra fattori ESG e flussi di cassa:

- crescita del fatturato: l'inserimento di nuovi prodotti e/o servizi che soddisfano nuovi bisogni o ampliano la platea della clientela anche disposta a pagare prezzi più alti a fronte di beni o servizi sostenibili;
- riduzione dei costi, attraverso riduzione del costo delle materie prime o delle spese per energia.
- snellimento delle pratiche amministrative e legali;
- miglioramento della produttività, può aiutare a trattenere dipendenti validi in azienda e migliorare la motivazione degli stessi;
- ottimizzazione degli investimenti operativi attraverso il miglioramento dei rendimenti.

Le buone pratiche ESG si riflettono dunque sui flussi di reddito e di cassa prospettici, e si distinguono tra rischi a breve termine e rischi a lungo termine, con una fase iniziale di alti costi di implementazione, seguita da una fase in cui si vedono i primi benefici, una successiva fase di crescita dei benefici correlata con la graduale riduzione dei costi, infine una fase di consolidamento dei benefici.

### **8.3 I principi di valutazione**

Nell'ambito delle valutazioni d'Azienda, i principi di valutazione nazionali (PIV, emanati dall'OIV) ed internazionali (IVS, emanati dall'IVSC) rappresentano un importante e imprescindibile punto di riferimento per il valutatore, sia nella predisposizione dell'architettura dell'impianto della stima, sia nelle varie fasi del processo di valutazione garantendo una miglior affidabilità e qualità delle valutazioni.

Studi e ricerche in dottrina relativamente ai riflessi dei fattori ESG sul valore d'Azienda hanno evidenziato che non c'è la necessità di introdurre nuove e diverse metodologie di stima, e tuttavia appare utile in questa sede una breve analisi delle indicazioni contenute negli International Valuation Standards (IVS) in vigore da gennaio 2025.

I Principi Italiani di Valutazione (PIV), nella loro formulazione attuale, non affrontano, per ora, specifici temi ESG.

L'analisi è finalizzata ad individuare quali principi esplicitamente richiamano i fattori ESG nel processo di valutazione, oltre all'individuazione delle specifiche attività che l'esperto potrà svolgere nelle varie fasi del processo di stima e nello sviluppo dei modelli di valutazione.

Come i PIV, anche gli IVS attualmente in vigore non trattano in maniera specifica l'impatto dei fattori ESG nella valutazione d'azienda. L'IVSC negli ultimi tempi ha affrontato la tematica ESG in alcuni documenti di studio e approfondimento.

Concluso il periodo di consultazione pubblica - lo Standards Review Board (SRB) dell'International Valuation Standards Council (IVSC) ha approvato la nuova versione degli IVS, applicabili dal 31 gennaio 2025.

Lo Standards Review Board (SRB) dell'International Valuation Council (IVSC) introduce nei nuovi IVS le tematiche ESG, senza tuttavia introdurre nuovi modelli di stima dedicati, limitandosi a suggerire alcune attività che l'esperto dovrà seguire in sede di determinazione dei parametri utilizzati ai fini della stima.

Nel glossario ai principi, i fattori ESG vengono così definiti *i" criteri che congiuntamente definiscono il quadro di riferimento per valutare l'impatto delle politiche di un'impresa in tema di etica e di sostenibilità, il risultato economico o le attività operative di un'impresa, le sue attività o passività. I tre pilastri (Environmental, Social e Governance- ESG) possono insieme influire sulla performance, sui mercati in senso più ampio, e sulla società".*

Sono inoltre stati inseriti paragrafi specifici dedicati ai fattori ESG, in particolare si tratta di:

1. IVS101 Scope of Work
2. IVS103 Valuation Approaches
3. IVS106 Documentation and Reporting

E' stata introdotta al principio IVS104 un'appendice che rappresenta un primo tentativo di inquadramento teorico ed applicativo su come considerare e trattare i fattori ESG nelle valutazioni.

Il principio IVS 101 afferma che l'oggetto dell'incarico descrive i termini e le condizioni fondamentali di una valutazione o del riesame di una valutazione, nel descrivere i requisiti di una valutazione, specifica che *l'oggetto dell'incarico deve specificare, tra gli altri, anche i fattori ESG e in particolare eventuali regole relative alla considerazione di fattori ESG significativi.*

Dunque, in modo esplicito, l'IVSC chiede al valutatore, di considerare anche i fattori ESG significativi unitamente a tutti gli altri requisiti richiesti.

Al paragrafo 10.01 prevede che, *"una valutazione IVS compliant, deve disporre di una documentazione e rendicontazione sufficienti per descrivere e offrire chiarezza al potenziale utilizzatore della valutazione in merito all'approccio o agli approcci di valutazione, ai metodi input, e modelli di valutazione, al giudizio professionale e al valore (o valori) risultante".*

In merito ai contenuti minimi della relazione di valutazione (reporting), il paragrafo 30.06, riferendosi al Valutatore, lo obbliga (must) ad indicare "m) significant environmental, social and governance inputs used and considered".

Gli IVS non introducono nuovi metodi valutativi ma confermano quelli esistenti:

- market approach,
- income approach;
- cost approach

Nelle appendici sono contenute le indicazioni in ordine all'individuazione dei fattori ESG rilevanti nelle valutazioni oltre che nella scelta e costruzione dei parametri valutativi richiesti dai diversi modelli.

Market Approach

Il paragrafo relativo al Metodo delle Transazioni Comparabili, *Market Approach*, specifica che il valutatore dovrebbe analizzare e apportare rettifiche per eventuali differenze significative tra le operazioni comparabili e l'attività valutata. Esempi di differenze comuni che potrebbero giustificare rettifiche possono includere, a titolo esemplificativo ma non esaustivo: ... *j) differenze nelle considerazioni relative ai fattori ESG*.

Nella scelta delle transazioni comparabili il valutatore dovrebbe (*should*) considerare tra le diverse caratteristiche indicate (dimensione, settore, etc) anche i fattori ESG, naturalmente qualora le ritenga significative ai fini della stima.

Anche per il metodo dei moltiplicatori specifica che devono essere considerati i fattori ESG. “il valutatore dovrebbe analizzare e apportare rettifiche per eventuali differenze rilevanti tra le comparabili quotate e l'attività in oggetto. Esempi di differenze comuni che potrebbero giustificare rettifiche possono includere, a titolo esemplificativo ma non esaustivo: ... *h) differenze nelle considerazioni relative ai fattori ESG*”.

#### Income Approach

Nel paragrafo relativo al *Discounted Cash Flow* (DCF, il paragrafo A20.21 nella definizione di *Terminal Value* specifica che, “il valutatore dovrebbe (*should*) considerare anche “*risks and opportunities associated with environmental, social, and governance characteristics of the subject asset*”, dunque dovrebbe considerare rischi e opportunità associati alle caratteristiche ambientali, sociali e di governance dell'attività in oggetto”.

Il successivo paragrafo A20.37, in ordine alla costruzione del tasso di attualizzazione precisa che “mentre esistono molti modi per valutare il rischio dell'incertezza sul conseguimento del flusso di cassa stimato, un elenco non esaustivo di procedure comuni include: ... *g) considerare i rischi associati alle caratteristiche ambientali, sociali e di governance dell'attività in oggetto*”.

#### Cost Approach

Relativamente al concetto di *depreciation/obsolescence*, il paragrafo A30.21 specifica che “l'obsolescenza economica può presentarsi quando fattori esterni influiscono su un singolo bene o su tutti i beni impiegati in un'azienda e dovrebbero essere dedotti dopo il deterioramento fisico e l'obsolescenza funzionale. Per il settore immobiliare, gli esempi di obsolescenza economica includono, a titolo esemplificativo ma non esaustivo: ... *e) cambiamenti sfavorevoli nelle caratteristiche di tipo ambientale, sociale e di governance del bene in oggetto*”.

Nell'appendice all'IVS 104 dedicato alla base informativa è inserito un inquadramento teorico operativo finalizzato all'utilizzo dei fattori ESG nella Valutazione:

- al Valutatore è richiesta la conoscenza della legislazione e del quadro normativo rilevanti in relazione ai fattori ESG;
- l'impatto dei Fattori ESG significativi dovrebbe essere considerato nel determinare il valore di un'azienda....

Dunque, i nuovi IVS non forniscono particolari indicazioni operative in tema ESG ma riportano una serie di avvertenze e di input di carattere generale, lasciando alla sensibilità del valutatore, nell'esercizio del proprio giudizio professionale, la necessaria discrezionalità nell'individuare quali fattori ESG siano significativi nell'ambito della metodologia adottata; al valutatore è perciò richiesta una competenza anche sui temi ESG e sulla normativa di riferimento, peraltro in continua evoluzione.

Il valutatore dovrà conoscere il modello di business e le azioni strategiche operative in tema ESG, le caratteristiche del settore in cui opera, anche in relazione ai fattori ESG, il contesto competitivo e l'intensità della concorrenza sui temi ESG;

Partendo da quanto previsto dalla normativa di riferimento sui temi ESG, gli IVS hanno fornito l'elenco dei principali fattori ESG che potrebbero essere contenuti nella stima, così suddivisi:

#### E – Ambiente

- a) inquinamento dell'aria e dell'acqua;
- b) biodiversità;
- c) cambiamento climatico (rischi presenti e futuri);
- d) acqua pulita e servizi igienico-sanitari;
- e) emissioni di carbonio e di altri gas;
- f) deforestazione;
- g) disastri naturali;
- h) efficienza nell'uso delle risorse (ossia, energia, acqua e materie prime);
- i) gestione dei rifiuti

#### S - Sociale

- a) relazioni con la comunità;
- b) conflitti/controversie;
- c) soddisfazione dei clienti;
- d) protezione dei dati e privacy;
- e) sviluppo del capitale umano (sanità e istruzione);
- f) coinvolgimento dei dipendenti;
- g) uguaglianza di genere e uguaglianza razziale;
- h) buona salute e benessere;
- i) diritti umani;
- j) condizioni di lavoro;
- k) ambiente di lavoro.

#### G - Governance

- a) struttura del comitato per il controllo interno e la revisione;
- b) struttura e varietà della composizione del Consiglio di amministrazione;
- c) corruzione attiva e passiva;
- d) governo societario;
- e) donazioni;
- f) principi di rendicontazione ESG e costi normativi;

- g) remunerazione dei dirigenti;
- h) forza istituzionale;
- i) pianificazione della successione nella direzione;
- j) partnership;
- k) attività di lobbying politica;
- l) stato di diritto;
- m) trasparenza;
- n) procedure per la segnalazione di irregolarità/violazioni (whistleblowing).

A differenza dei Principi Internazionali di Valutazione, i Principi Italiani di Valutazione (PIV), non trattano al momento temi legati ai fattori ESG;

I nuovi principi internazionali di valutazione, (IVS) entrati in vigore dal 31 gennaio 2025, pur considerando l'importanza dei fattori ESG ai fini della valutazione d'azienda, non hanno introdotto nuovi metodi di stima.

Per trattare nelle valutazioni i fattori ESG, il Valutatore dovrà acquisire nuove competenze anche su tali tematiche, competenze giuridiche, contabili e di natura strategica molto più ampie.

Nei nuovi IVS, l'IVSC ha introdotto un inquadramento teorico in cui ha previsto l'inserimento del principio di significatività dei fattori ESG nella valutazione, che possono avere un impatto sia quantitativo che qualitativo sulla stima. In ragione del proprio giudizio professionale il valutatore dovrà individuare i fattori ESG rilevanti ai fini della stima, misurabili e ragionevoli.

Sono state fornite indicazioni generali sui principali fattori ESG potenzialmente significativi e, in presenza di altri fattori ESG significativi e misurabili, ha evidenziato la necessità di considerarli attraverso un'apposita analisi dei rischi relativi al modello di business, al settore di appartenenza e al contesto competitivo,

Inoltre, sono state tracciate specifiche attività che il valutatore deve condurre nella scelta e determinazione dei parametri valutativi da utilizzare nella stima.

È il Valutatore che, attraverso le proprie competenze andrà ad inserire i fattori ESG nella sua valutazione attraverso l'esercizio del proprio giudizio, ricorrendo ai principi di significatività, di misurabilità e di ragionevolezza indicati dagli IVS.

La sua conoscenza delle tematiche ESG è dunque funzionale alla valutazione dovendo capire in che modo un comportamento *compliant* ai temi ESG, possa riflettersi sul valore aziendale.

Infine, risulterà importante comprendere la materialità di impatto e finanziaria sull'Azienda oggetto di valutazione, che, nell'ambito delle PMI non sarà facile disporsi nell'immediato in assenza di obblighi in ordine alla rendicontazione di sostenibilità.

#### **8.4 Le connessioni dei fattori ESG al valore aziendale**

I fattori ESG stanno acquisendo sempre maggiore rilevanza nelle scelte strategiche delle imprese, con un conseguente impatto significativo anche sul loro valore.

Il valore aziendale è determinato sulla base di tre pilastri: i **flussi prospettici**, il **rischio e la crescita**, è dunque necessario che il Valutatore faccia un'analisi se, in quale modo, i fattori ESG possano incidere sui tre pilastri del valore aziendale e quali ne siano gli effetti nel breve e nel lungo termine, sia in termini qualitativi che in termini quantitativi, attraverso l'applicazione dell'analisi nelle sue diverse fasi definite dai PIV (III.1.2).

I fattori ESG possono avere effetto sui flussi finanziari e sulla loro distribuzione nel periodo di analisi sul fronte dei ricavi, l'azienda potrebbe beneficiare di un maggior bacino di clienti sensibili ai fattori ESG, per quanto riguarda i costi, potrebbe beneficiare di un minor costo di approvvigionamento delle energie, potrebbero incidere sui tassi di attualizzazione e sui costi di approvvigionamento delle risorse finanziarie.

Il valutatore deve dunque acquisire nuove competenze e conoscenze necessarie ad impostare l'impianto della stima considerando anche i fattori ESG, integrare la base informativa con i documenti e le informazioni relative ai fattori ESG, applicare l'analisi fondamentale, adattandola affinché possa esprimere un giudizio di ragionevolezza sull'informazione prospettica finanziaria e non sui possibili effetti dei fattori ESG sul complessivo impianto di valutazione.

Per considerare adeguatamente i fattori ESG nelle valutazioni d'azienda è necessario ampliare la base informativa, la cui disponibilità varia in funzione della tipologia di azienda da valutare, le sue dimensioni, la sua struttura organizzativa, in particolare dovranno essere integrati, se presenti, i seguenti documenti:

- Business Plan integrato con fattori ESG;
- Bilancio di Sostenibilità, DNF;
- Rating ESG e altre informazioni esterne;

Nelle valutazioni integrate, dunque, dovranno essere analizzate tutte le informazioni, anche prospettiche, di tipo finanziario e no, considerando gli effetti dei fattori ESG più rilevanti che possono avere impatto significativo sulle leve e sui driver di valore.

## 8.5 (Tentativo di) Applicazione pratica dei concetti teorici esposti

In ambito italiano non risultano studi e ricerche che abbiano cercato di dare un connotato quantitativo finalizzato a tradurre in pratica i concetti ben identificati e diffusamente esposti nelle pagine precedenti.

A livello internazionale, seppur con molta cautela e con distinzione ben argomentati, qualche documento di ricerca ha cercato di attribuire una dimensione numerica agli effetti di cui si discute.

Dal punto di vista della popolazione degli operatori interessati alle influenze dell'ambito ESG per la valutazione delle aziende, particolarmente interessante è risultato il progetto di ricerca realizzato dagli studiosi Frank Bancel, Dejan Glavas e G. Andrew Karolyi che nel 2022 (*Do ESG Factors Influence Firm Valuation? Evidence from the Field*) hanno raccolto più di 300 interviste nei confronti di esperti dirigenti

finanziari ai quali sono state poste una serie ben articolata di domande in relazione agli effetti prodotti, sulla valutazione, degli elementi ESG.

In particolare tale indagine ha potuto beneficiare del diffuso sistema di incentivazione retributiva in base al quale le prime linee dei dirigenti delle aziende maggiormente strutturate da tempo vedono la componente variabile delle stesse legata al raggiungimento di ben determinati targets nelle performance aziendali correlati a kpi di natura qualitativa e quantitativa in ambito ESG, e quindi con elementi specifici parametrati alle performance dell'azienda in materia di ambiente, ambito sociale e lavorativo ed alla governance integrata.

Dall'altro lato la sempre maggiore attenzione da parte degli investitori istituzionali sui fattori di sostenibilità per indirizzare le scelte di investimento ha generato un effetto volano in base al quale la scelta di dove allocare le risorse finanziarie ha iniziato a penalizzare sempre più le aziende non *ESG compliant* a beneficio di quelle, sotto questo aspetto, più virtuose.

In particolare, nell'ambito delle valutazioni basate sul metodo denominato Discount Cash Flow (DCF) si è manifestato sempre più l'orientamento da parte degli investitori di accettare sovra valutazioni dell'indice "beta" per la determinazione dei flussi di cassa attesi in misura maggiore e per un periodo di tempo tendenzialmente maggiore e quindi, in fin dei conti, per attribuire alle aziende caratterizzate da positivi elementi di sostenibilità maggiori valori sia attuali che prospettici.

L'indagine comunque non perviene ad una determinazione quantitativa degli effetti prodotti da elementi virtuosi in ambito ESG sulle valutazioni delle aziende ma possono essere rilevati alcuni principi base che sono i seguenti:

- a) è indubbio l'effetto premiale di corretti presidi ESG sulla valutazione delle aziende, con un'asimmetria che porta a ritenere maggiore la penalizzazione per le aziende "non *ESG compliant*" rispetto alla sovra valutazione delle aziende virtuose sotto l'aspetto "*ESG compliant*", tendenzialmente nel rapporto di 2 a 1 (penalizzazione del 20% e premio del 10%);
- b) gli effetti delle diverse componenti (E, S e G) cambia a seconda del settore, con una maggiore influenza Environmental in alcuni settori (quali utilities), maggiore rilevanza Governance in altri (settori regolamentati quali banche e assicurazioni) e maggior peso Social per altri ancora (distribuzione).

Passando ai contributi forniti dalle società di consulenza globali (KPMG e Deloitte), viene confermata l'essenzialità di considerare gli aspetti ESG nel successo dei business e nella valutazione delle aziende: in particolare un contributo del 2022 di Kallia Michaelides di KPMG (*ESG in business Valuation, Does ESG play a role in valuing a business*) mette in evidenza la minore rischiosità complessiva dei business relativi alle aziende dotate di un framework ESG in quanto caratterizzate da un business model più resiliente, da una maggiore attrattività nei confronti di dipendenti qualificati e motivati e quindi dalla maggiore capacità di far fronte alle sfide di possibili crisi generalizzate o di settore; in generale trattasi di aziende nelle quali al di là dell'osservanza dei criteri ESG, si presume che l'essersi attrezzate di

idonei presidi di sostenibilità presupponga l'aver progettato gli anni a venire – quindi quelli che devono servire a produrre flussi di cassa idonei a ripagare l'investimento – già tenendo in debita considerazione, e realizzando, gli investimenti organizzativi e di gestione che altri operatori poco sensibili al problema dovranno fare in futuro. Dal canto suo Deloitte, in un contributo del 2025 da parte di Eline Brugman e Peter Van Assche (*The impact of ESG on Valuation*) si spinge un po' oltre indicando l'applicazione dei multipli più elevati nell'ambito dei range normalmente utilizzati sia con riferimento ai rapporti EV/EBITDA che in riferimento alla determinazione del WACC (Weighted Average Cost Capital) affermando che “*A higher ESG rating leads to a lower beta, reducing the cost of equity where all else is equal*” per concludere le sue argomentazioni sostenendo che “*..a 10-point increase in ESG rating had a positive impact of 5 percent on the enterprise value of a company*” finalmente definendo un parametro quantitativo degli effetti positivi di origine ESG sulla valutazione delle aziende.

Infine esaminando il punto di vista degli investitori internazionali, tra i molti contributi esistenti, vale la pena di segnalare quello di Rockefeller Asset Manager, a firma di Tensie Whelan, Ulrich Atz e Casey Clark (*ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by aggregating Evidence from 1,000 plus studies Published between 2015 – 2020*) che già qualche anno fa dichiarava prive di interesse per gli investitori le aziende poco o per nulla sensibili agli aspetti ESG fatta sola eccezione per le operazioni “*distressed*” che per loro natura risultano interessanti solo in quanto beneficiano di un consistente sconto sul valore che in gran parte dipende dal livello di stress dell'azienda ma che dovrebbe beneficiare di un ulteriore uno sconto di valore quantificato tra il 15 ed il 20 per cento per la necessità di riprogettare il business in funzione degli irrinunciabili presidi ESG dell'operazione di *restructuring*.

In linea con quanto precede, l'articolo della Wharton School of The University of Pennsylvania dello scorso anno, a firma del ricercatore Serguei Netessine, indica una crescita di valore dell'1,4% per un'azienda a fronte di un incremento di 10 punti percentuali nell'enfasi dedicata ai principi ESG nel *business model* adottato: trattasi di un apprezzamento di valore molto contenuto in considerazione del fatto che si deve essere assolutamente certi che gli elementi di apprezzamento per il rispetto dei principi ESG deve essere “*materiale*” e non solo “*dichiarato*”; peraltro il grafico che conclude il contributo di Netessine dimostra con buona evidenza che il differenziale, a parità di altre condizioni, tra aziende *ESG compliant* e non si mantiene costantemente a favore delle prime.

## 8.6 Conclusioni

In termini prospettici l'integrazione dei fattori ESG nella valutazione aziendale assumerà una configurazione sempre più sofisticata e standardizzata. Nasceranno nuovi strumenti e per quantificare l'impatto ESG sul valore aziendale, ci si può attendere che si svilupperanno benchmark di settore più dettagliati per le

performance di sostenibilità. Inoltre, il quadro normativo continuerà ad evolversi anche in ragione della graduale estensione degli obblighi di rendicontazione non finanziaria anche alle imprese di minori dimensioni.

Per i professionisti sarà dunque necessario avere un approccio flessibile in grado di adattarsi alle mutevoli esigenze del mercato e del contesto regolatorio.

Dunque, integrare efficacemente i fattori ESG nelle valutazioni aziendali diventerà un elemento di distinzione nell'ambito dell'attività professionale.

Gli Ordini Professionali, le associazioni di categoria, le università e gli enti di formazione professionale dovranno adeguare i loro programmi per includere anche competenze ESG specifiche per la valutazione aziendale.

Un altro elemento rilevante sarà lo sviluppo di strumenti tecnologici in grado di supportare i professionisti nella raccolta, analisi e integrazione dei dati ESG nei modelli di valutazione, anche attraverso l'intelligenza artificiale che potrebbe essere di supporto ad individuare la correlazione tra performance ESG e valore aziendale che potrebbero sfuggire al valutatore.

## SUGGERIMENTI DI LETTURA

- Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *European Financial Management*, 20(4), 757–791.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Mauboussin, M. J., & Callahan, D. (2015). *Multiples: Their crudeness, their use, and their misuse*. Credit Suisse Global Financial Strategies, July.
- Penman, S. H. (2021). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (6th ed.). New York, NY: McGraw-Hill Education.
- McKinsey & Company Inc., Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels. "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies".
- David Frykman e Jakob Tolleryd. *Corporate Valuation: Measuring the Value of Companies in Turbulent Times*
- Quaderno CNDCEC – EBITDA e PFN a fini valutativi e negoziali (2024)
- Borsa Italiana – Guida alla valutazione (2004)
- Fondazione Nazionale dei Commercialisti – Il valore di un'azienda in base ai multipli (2015)
- Istituto di ricerca dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili – Documento n.22 – L'iscrizione degli indicatori nella relazione sulla gestione - La posizione finanziaria netta (2013)
- International Valuation Standards Council - Ivs 105: *Valuation Approaches And Methods* (2016)
- L. Guatri M. Bini - I moltiplicatori nella valutazione delle aziende – Vol1. Principi e linee guida professionali Vol2. Metodi e strumenti - Edizioni Egea 2002
- A. Damodaran – *Valutazione delle aziende* – Maggioli Editore 2014