

# L'USO DELL'INFORMAZIONE FINANZIARIA PROSPETTICA NELLA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE

DI MAURO BINI E NUNZIO VISCIANO

## Premessa

I Principi Italiani di Valutazione (PIV – 2015) chiedono che l'esperto esprima un proprio giudizio sulla ragionevolezza delle informazioni prospettiche. Ciò in particolare nel contesto di incarichi che si qualificano come valutazioni "piene". I PIV impongono inoltre che tutte le valutazioni per scopi legali siano valutazioni "piene". Il PIV III.1.24 recita: *"Nel caso di valutazione l'esperto deve esprimersi sulla ragionevolezza complessiva del piano a lui sottoposto per la determinazione dei flussi e ove necessario deve integrarlo con specifiche motivazioni. Il suo giudizio deve tenere conto:*

- a) delle finalità per cui è stato redatto il piano e dell'approvazione o meno da un organo di governo aziendale o di gruppo;*
- b) delle esperienze dell'azienda di cui trattasi in materia di gestione programmata;*
- c) delle caratteristiche dell'attività svolta dall'azienda e dello scenario di riferimento;*
- d) della coerenza strategica del piano, della sua adeguatezza tecnica e della sua operatività;*
- e) della ragionevolezza delle ipotesi assunte e delle stime formulate;*
- f) della plausibilità dei risultati medio-normali attesi e della loro effettiva sostenibilità;*
- g) della ragionevolezza dei rischi impliciti rispetto alle condizioni tipiche della realtà aziendale oggetto di valutazione, del settore di appartenenza e dell'ambito competitivo di riferimento;*
- h) del coinvolgimento delle unità di business responsabili dei risultati previsti;*
- i) della qualità del processo di pianificazione.*

*L'esperto deve infine espressamente segnalare se dal suo esame siano emersi elementi che facciano ritenere inappropriate le indicazioni del piano, anche per l'eventuale comparsa di fatti o circostanze nuovi, o al contrario, se tali indicazioni possano costituire una base adeguata per la stima".*

Poiché nel commento al principio non è definito il percorso attraverso il quale l'esperto può giungere ad un giudizio di ragionevolezza del piano (e più in generale dell'informazione finanziaria prospettica), OIV ha ritenuto opportuno costituire un Gruppo di Lavoro con lo

specifico obiettivo di fornire linee guida agli esperti di valutazione utili alla formazione di tale giudizio.

Il Gruppo di lavoro ha redatto una prima bozza di documento che andrà rivista alla luce dei commenti dei *referee* e prima di diventare testo definitivo dovrà considerare anche le lettere di commento che perverranno alla bozza emendata dai *referee*. Qualsiasi Documento OIV prima di diventare un testo definitivo deve seguire un *due process* che può comportare anche radicali modifiche rispetto alla prima versione. Per questa ragione, i contenuti di questo articolo pur riprendendo alcuni spunti contenuti nel Documento non sono attribuibili ad OIV, ma esclusivamente ai suoi autori.

## L'informazione finanziaria prospettica ed il giudizio di ragionevolezza

Il valore d'azienda (qualunque configurazione di valore si adotti) è funzione dei risultati attesi. Pertanto l'uso di informazione di natura prospettica è una componente essenziale nelle valutazioni d'azienda.

Con il termine informazione finanziaria prospettica si intende qualunque documento o foglio di lavoro che contenga informazioni qualitative e quantitative frutto di un esercizio di previsione. Normalmente l'informazione finanziaria prospettica in relazione all'orizzonte temporale coperto assume la denominazione di budget o di piano. Di norma con i termini budget e piano ci si riferisce a documenti approvati dagli organi aziendali responsabili, documenti che non esauriscono l'ampio spettro di informazioni di natura prospettica (di fonte interna o esterna) che possono essere disponibili.

L'esercizio di previsione, in relazione al contesto, alle caratteristiche dell'impresa, al suo stadio di vita, all'informazione disponibile al soggetto che lo svolge, alla esperienza passata, alla prevedibilità di ambiente, al grado di coinvolgimento delle funzioni aziendali e della volontà strategica di realizzare gli obiettivi, ecc. può presentare diversi gradi di: *rischio intrinseco, complessità, analiticità, affidabilità, completezza, impegno strategico, sostenibilità finanziaria, verifica esterna.*

Il *rischio intrinseco* dell'esercizio di previsione riguarda l'ampiezza della dispersione di possibili risultati alternativi. Normalmente l'esercizio di previsione si riferisce ad uno scenario (il più probabile o uno scenario medio atteso): il rischio intrinseco riguarda la dispersione dei possibili risultati rispetto allo scenario adottato nella previsione. Maggiore è la dispersione, maggiore è il rischio atteso. Normalmente quanto più il risultato della previsione è sensibile alla variazione delle variabili chiave maggiore è il rischio intrinseco della previsione stessa.

La *complessità* dell'esercizio di previsione è determinata dal numero delle variabili chiave che hanno impatto sulla previsione e sulle loro relazioni reciproche. Un numero elevato di variabili può generare anche degli effetti compensativi. Ad esempio la previsione dei ricavi di una impresa multiprodotto può risultare meno rischiosa della previsione dei ricavi di un'impresa monoprodotto, per via di un effetto di compensazione fra le diverse tipologie di prodotto, tuttavia se la marginalità dei singoli prodotti è molto differente da prodotto a prodotto la previsione dei redditi dell'impresa multiprodotto rimane comunque più rischiosa della previsione dei redditi dell'impresa monoprodotto.

L'*analiticità* dell'esercizio di previsione riguarda la modalità con cui si forma la previsione. Una previsione di ricavi ottenuta applicando ai ricavi correnti un tasso di crescita desunto dal trend storico dei risultati d'impresa è meno analitica di una previsione che identifica le variabili chiave alla base della dinamica dei ricavi (ad esempio: prezzo, volumi, valuta) e prevede la dinamica attesa di ciascuna di esse.

L'*affidabilità* dell'esercizio di previsione riguarda la base informativa disponibile a supporto della previsione. Una previsione è tanto più affidabile quanto maggiori sono le evidenze in grado di corroborare l'esercizio di previsione e quanto minori sono le evidenze di segno contrario. Ad esempio se nel passato si sono registrati ripetuti e rilevanti scostamenti fra previsioni e consuntivi vi è evidenza che l'ambiente in cui opera l'impresa sia difficile da prevedere o che il processo seguito per generare l'informazione prospettica è inadeguato. Il grado di *affidabilità* dell'esercizio di previsione è anche funzione dell'estensione temporale della previsione stessa. Ad esempio un esercizio di previsione può essere molto affidabile se riferito ad un anno e molto meno affidabile per le previsioni a due o tre anni.

La *completezza* dell'esercizio di previsione riguarda gli input, le assunzioni e gli output dell'esercizio di previsione, i quali spesso dipendono dalla finalità della previsione. Con riguardo agli input ad esempio un esercizio di

previsione può risultare incompleto se non considera la possibile reazione dei concorrenti ad azioni d'impresa che possono modificare l'equilibrio competitivo di mercato o di settore. Con riguardo alle assunzioni, un esercizio di previsione può risultare incompleto se assume uno scenario competitivo stabile in presenza di una concreta minaccia dell'ingresso di nuovi entranti nel settore o degli effetti della introduzione di una nuova tecnologia. Con riguardo agli output, invece, un'impresa che si limita a produrre previsioni di conto economico solo fino alla linea dell'Ebitda in quanto la finalità dell'esercizio di previsione consiste nel fissare gli obiettivi commerciali alla forza di vendita e verificarne l'impatto in termini di margini lordi svolge un esercizio di previsione incompleto. Relativamente agli output un esercizio di previsione è completo quando riguarda il conto economico, lo stato patrimoniale ed il prospetto dei flussi di cassa.

L'*impegno strategico* che caratterizza un esercizio di previsione è funzione dei piani di azione che conseguono alla previsione stessa, in termini di verifica delle risorse disponibili, di assegnazione degli obiettivi, di rimedi individuati in caso di andamento delle variabili chiave diversi da quello previsto. Un esercizio di previsione formulato da un consulente esterno senza coinvolgimento degli organi sociali e del management è privo di impegno strategico. Un esercizio di previsione accompagnato da piani di azione ed assegnazioni di obiettivi specificamente individuati presenta un maggiore impegno strategico.

La *sostenibilità finanziaria* riguarda l'equilibrio delle fonti e degli impieghi di cassa non solo con riguardo al periodo coperto dall'esercizio di previsione, ma anche con riguardo al periodo successivo. L'esercizio di previsione deve fondarsi su una struttura finanziaria adeguata alla tipologia di fabbisogni d'impresa.

La *verifica esterna* dell'esercizio di previsione riguarda la presenza (o meno) di controlli diretti da parte di soggetti indipendenti e/o la presenza di riscontri esterni relativamente ai risultati dell'esercizio di previsione. Il controllo diretto attiene ad una verifica da parte di un soggetto indipendente degli input, delle assunzioni e degli output del piano. Ad esempio un piano attestato ai sensi del principio di revisione ISAE 3400 costituisce un controllo diretto. I riscontri esterni possono invece essere rappresentati da previsioni di consenso di *equity analyst* che seguono una società quotata dopo l'annuncio da parte della stessa società del piano (o dei principali risultati previsti di piano), oppure dalla disponibilità di un nuovo socio di entrare nel capitale della società sotto-

scrivendo un aumento di capitale regolato ad un prezzo che si fonda sull'esercizio di previsione oppure dall'approvazione da parte di uno o più istituti di credito di un finanziamento a lungo termine per un investimento rilevante sulla base di un piano i cui effetti sono illustrati nell'esercizio di previsione.

Gli otto profili descritti si combinano fra loro in forme diverse in relazione a specifici fatti e circostanze, con la conseguenza che le relazioni reciproche non sono univoche. Ad esempio non si può sempre sostenere che un maggiore grado di analiticità dell'esercizio di previsione si accompagni necessariamente ad una maggiore affidabilità o che un maggiore impegno strategico comporti un minore rischio intrinseco dell'esercizio di previsione o ancora che una maggiore completezza dell'esercizio di previsione sia garanzia di sostenibilità finanziaria del piano.

Per questa ragione l'esperto di valutazione è chiamato a valutare i diversi profili sopra richiamati nello specifico contesto ed a formarsi un proprio autonomo giudizio sull'informazione finanziaria prospettica disponibile. Il giudizio che l'esperto di valutazione è chiamato ad esprimere riguarda la *ragionevolezza* dell'informazione prospettica. L'informazione prospettica può dirsi ragionevole quando un altro esperto che esercitasse un adeguato scetticismo professionale riterrebbe l'informazione finanziaria prospettica una fonte informativa utile alla stima del valore d'azienda.

Qualsiasi giudizio riferito all'informazione finanziaria prospettica dovrebbe ricadere in una delle seguenti tre categorie:

- a) **Piena ragionevolezza** (= l'informazione finanziaria prospettica è ragionevole e può essere utilizzata senza modifiche a fini valutativi);
- b) **Ragionevolezza limitata** (= l'informazione finanziaria prospettica non è pienamente ragionevole ed impone di adottare dei rimedi per poter essere utilizzata a fini valutativi);
- c) **Assenza di ragionevolezza** (= l'informazione finanziaria prospettica non può essere utilizzata a fini valutativi).

In caso di giudizio di ragionevolezza limitata i rimedi che l'esperto può adottare sono di tre tipi:

- a) Approfondimenti, modifiche, aggiustamenti ai flussi prospettici;
- b) Aggiustamenti al tasso di sconto per riflettere dei profili di rischio non considerati nel piano;
- c) Affiancamento ai criteri di valutazione fondati sull'informazione prospettica di altri criteri di va-

lutazione e/o attribuzione ai criteri di valutazione fondati sull'informazione finanziaria prospettica di un minore peso nella identificazione del risultato finale di stima.

### La distinzione fra previsioni e proiezioni

Il giudizio di ragionevolezza dell'esperto è finalizzato a valutare se i flussi prospettici siano idonei ad esprimere il valore ricercato.

La ragionevolezza dell'informazione prospettica si fonda su due principali profili:

- a) l'esistenza o meno di una base ragionevolmente obiettiva delle assunzioni relative alle condizioni future;
- b) la circostanza che sia o meno condizionata al verificarsi di uno specifico scenario.

In questo paragrafo trattiamo il primo profilo: esistenza o meno di una base ragionevolmente obiettiva delle assunzioni relative alle condizioni future.

La base dell'informazione prospettica può dirsi ragionevolmente obiettiva quando trova riscontro:

- a) nel passato (analisi storica);
- b) nel confronto con altre società o realtà comparabili (*benchmarking*);
- c) nelle previsioni di fonte esterna (consenso).

L'esistenza o meno di una base ragionevolmente obiettiva permette di effettuare una separazione, sotto il profilo logico, di due diverse categorie di flussi prospettici:

- a) **Previsioni**. Le previsioni rappresentano la situazione attesa sulla base delle condizioni che la parte responsabile si attende esisteranno e delle azioni che prevede di intraprendere, sulla base della migliore informazione a sua disposizione: possono assumere la forma di previsioni puntuali o di range di risultati. Le previsioni debbono fondarsi su basi ragionevolmente obiettive tratte dal passato, dalle condizioni correnti di società comparabili e da fonti di previsione esterna (il c.d. consenso). A solo titolo di esempio i flussi prospettici del piano di una società senza programmi di espansione, in un settore stabile, fondato su un trend desunto dalla storia che prevede una marginalità coerente con quella di società comparabili ed allineato alle stime di consenso è senz'altro fondato su previsioni, in quanto poggiano su basi ragionevolmente obiettive tratte dal passato, dal confronto con società comparabili e dal confronto con fonti esterne;
- b) **Proiezioni**. Le proiezioni rappresentano la situazione attesa sulla base di una o più assunzioni

ipotetiche che la parte responsabile si attende esisteranno e delle azioni che prevede di intraprendere, sulla base della migliore informazione a sua disposizione. Le proiezioni possono assumere la forma di proiezioni puntuali o di range di risultati. Le assunzioni ipotetiche sono le ipotesi per le quali non esistono basi ragionevolmente obiettive tratte dal passato, dalle condizioni correnti di società comparabili e/o da fonti di previsione esterna (il c.d. consenso), ma che la parte responsabile ritiene coerenti con lo scopo dell'informazione prospettica. A titolo di esempio il lancio di un nuovo prodotto, l'ingresso in un nuovo mercato, il riorientamento dei servizi verso nuove fasce di clientela, ecc. costituiscono tutti esempi di azioni future per le quali possono essere disponibili solo delle proiezioni.

La distinzione fra previsioni e proiezioni si fonda dunque sulla esistenza o meno di una base ragionevolmente obiettiva delle assunzioni relative alle condizioni future.

### Flussi prospettici condizionati e non condizionati

Il secondo profilo logico su cui si fonda la ragionevolezza dell'informazione finanziaria prospettica attiene al fatto se i flussi prospettici siano condizionati o meno al verificarsi di uno specifico scenario.

Normalmente le imprese formulano un piano relativo ad un unico scenario (sono rari i casi di pianificazione fondata su più scenari alternativi). Quando riferiti ad un unico scenario i flussi prospettici possono essere rappresentativi di uno scenario medio-rappresentativo o viceversa riferirsi allo scenario più probabile che può o meno esprimere lo scenario medio atteso (in relazione alla distribuzione simmetrica o meno dei flussi). Se i flussi prospettici sono riferiti allo specifico scenario giudicato più probabile che non esprime uno scenario medio atteso, i flussi sono condizionati al verificarsi di quello specifico scenario. Se invece i flussi esprimono risultati medi attesi, i flussi non sono condizionati al verificarsi di uno specifico scenario. La distinzione assume rilievo perché ai fini della stima del valore dell'azienda esistono due principali criteri<sup>1</sup> di applicazione della tecnica del valore attuale in relazione al fatto che l'informazione prospettica sia o meno condizionata al verificarsi di uno specifico scenario:

- a) il criterio fondato sui flussi medi attesi (non condizionati al verificarsi di uno specifico scenario),

che consiste nello scontare i risultati medi attesi al costo del capitale;

- b) il criterio fondato sui flussi più probabili, che consiste nello scontare i risultati attesi relativi ad uno specifico scenario (normalmente il più probabile) ad un tasso che considera oltre al costo del capitale anche un premio per il rischio di scenario.

E' molto semplice comprendere la diversità dei due approcci facendo riferimento alla valutazione di una singola attività. Supponiamo di dover valutare un *corporate bond* a tasso fisso emesso da una società alla quale sia associabile una probabilità di insolvenza pari al 5%. Il valore del bond può essere ricavato attualizzando i flussi cedolari (che esprimono i flussi attesi nello scenario più probabile, di non insolvenza) ad un tasso ricavato dal rendimento implicito (*implied yield*) di titoli comparabili o viceversa può essere calcolato scontando i flussi medi attesi (flussi cedolari x 95% + flussi in caso di insolvenza x 5%) ad un tasso corrispondente al rendimento atteso da un soggetto che investendo in un portafoglio diversificato di bond incorpori la perdita del 5% dei flussi attesi: rendimento che coincide con il costo del capitale.

Entrambi gli approcci di valutazione sono corretti e dovrebbero infatti ricondurre allo stesso risultato, tuttavia, nel caso dei flussi condizionati ad uno specifico scenario (che non sia medio-rappresentativo) è necessario adottare un tasso di sconto superiore al costo del capitale, maggiorato per un rischio di scenario.

### Le classificazioni rilevanti dell'informazione finanziaria prospettica ed il tasso di sconto

L'informazione prospettica può essere distinta in due grandi categorie, in relazione:

- alle assunzioni:
  - a) previsioni, quando esiste un riscontro ragionevolmente obiettivo delle assunzioni formulate;
  - b) proiezioni, quando le assunzioni si fondano su assunzioni ipotetiche;
- al condizionamento del verificarsi di uno specifico scenario:
  - c) condizionate, quando si fondano sulla realizzazione di uno specifico scenario (non medio-rappresentativo)
  - d) non condizionate, quando si fondano su uno scenario medio rappresentativo.

<sup>1</sup> Si esclude in questa nota il terzo criterio c.d. degli equivalenti certi, che è applicato molto di rado nella valutazione d'impresa.

La distinzione è utile a valutare la coerenza fra i flussi prospettici ed il tasso di sconto. Il tasso di sconto (RADR= *risk adjusted discount rate*) può infatti idealmente essere scomposto in tre componenti sulla base della equazione di figura 1:

FIG. 1 **SCOMPOSIZIONE DEL TASSO DI SCONTO**

$$\text{RADR} = \underbrace{\text{Risk free rate} + \text{Premio per il rischio d'impresa}}_{\text{Costo del capitale}} + \underbrace{\text{Premio per il rischio di } \textit{execution}}_{\text{Solo nel caso di proiezioni}} + \underbrace{\text{Premio per il rischio scenario}}_{\text{Solo nel caso di scenario condizionato}}$$

E' importante chiarire che gli aggiustamenti nel tasso di sconto debbono a loro volta essere ragionevoli, nel senso che debbono fondarsi su riscontri di mercato (es. tassi impliciti in prezzi registrati sul mercato) o comunque trovare adeguati supporti. In linea di principio deve valere la regola secondo cui l'aggiustamento del tasso di sconto serve per riflettere rischi che i flussi di risultato prospettici non considerano già. Quando i flussi di risultato prospettici non sono ragionevoli nessun aggiustamento di tasso può consentire di giungere ad una stima di valore ragionevole e l'esperto non deve far uso dell'informazione prospettica.

### Il processo da seguire nell'esame dell'informazione finanziaria prospettica

Le distinzioni logiche introdotte sin qui permettono di comprendere le difficoltà operative che l'esperto di valutazione deve affrontare nell'apprezzamento della ragionevolezza dei flussi prospettici. I piani aziendali normalmente esprimono sia previsioni sia proiezioni così che i flussi prospettici sono generalmente per loro natura "misti". In alcuni casi è possibile separare le due tipologie di flussi, in quanto la stessa logica di formazione dell'informazione finanziaria prospettica si basa su un approccio per blocchi: quale è ad esempio il caso di un piano costruito sommando ai flussi prospettici attesi dalle attività in essere (che esprimono previsioni fondate su uno scenario medio rappresentativo), i flussi incrementali delle nuove iniziative (che esprimono proiezioni fondate su assunzioni ipotetiche e legate al verificarsi di uno specifico scenario). In queste situazioni può essere opportuno che l'esperto tratti separatamente i flussi che pertengono alle due categorie facendo uso di tassi appropriati per ciascuna categoria.

Nella maggior parte dei casi, tuttavia, i flussi non sono separabili e l'esperto è chiamato a pronunciarsi sulla ragionevolezza di flussi che per loro natura sono flussi misti. In questi casi è necessario riferirsi ad un processo

da seguire nell'apprezzamento della affidabilità e della ragionevolezza dei flussi.

Le principali fasi del processo di analisi riguardano:

a) finalità per le quali il piano è costruito;

b) responsabili del piano;

c) orizzonte coperto dal piano e data di elaborazione

d) completezza, coerenza e sostenibilità finanziaria del piano;

e) analisi del contesto competitivo, del modello di business e dei vantaggi competitivi;

f) modalità di costruzione del piano (*top-down- bottom-up* –commessa) e modello di pianificazione;

Di seguito sono brevemente descritti gli aspetti rilevanti di ciascuna fase.

#### a) Finalità per le quali il piano è stato costruito

Una delle prime verifiche da compiere riguarda le finalità per le quali è stato elaborato il piano industriale. In genere società di medie e grandi dimensioni utilizzano questo "management tool" per finalità manageriali, ovvero per definire gli obiettivi economico-finanziari di medio e lungo termine che dovranno poi trovare una coerente declinazione negli obiettivi di breve periodo riportati nel budget operativo annuale. Il piano industriale ha infatti in questi casi la funzione di strumento concreto di guida strategica della società, attraverso la rappresentazione delle opportunità di sviluppo e delle minacce individuate. In questi casi, molto spesso il piano non esprime i flussi medi attesi, ma si fonda su un unico scenario definito dalla squadra manageriale. Ciò è particolarmente rilevante per le analisi che dovrà svolgere l'esperto, in quanto la presenza di un unico scenario espone al rischio di "*management bias*", pertanto, come indicato in precedenza, di tale circostanza se ne dovrà tener conto nel calcolo del tasso di sconto (RADR) aggiungendo uno specifico premio per il "rischio scenario" oppure correggendo in diminuzione i flussi di risultato. A tal fine, l'esperto potrà anche verificare la qualità del processo di *planning* presente in azienda, analizzando in un congruo arco temporale gli scostamenti tra dati preventivi e consuntivi; il risultato di tale analisi potrà influenzare le sue valutazioni e la stima del tasso di sconto.

Le società di piccole dimensioni (e talvolta anche quelle di medie dimensioni), spesso non elaborano e aggiornano un piano industriale per motivi strategici, ma si limitano ad elaborarlo in coincidenza di specifici eventi. In alcuni casi un piano (sintetico) è predisposto solo in relazione a particolari operazioni o fasi della vita dell'impresa; ad esempio perché richiesto dalle banche finanziatrici, oppure per lo svolgimento di un processo valutativo, a volte finalizzato ad operazioni di raccolta capitale (emissione di bond, quotazione in Borsa, ingresso di *private equity*), operazioni di M&A o di ricambio generazionale tra gli azionisti. In tutti questi casi, la mancanza in azienda di un processo strutturato di pianificazione strategica di medio e lungo periodo comporta un'ancora maggiore attenzione alle modalità con cui è costruito il piano ed alla bontà delle previsioni in esso contenute.

#### *b) Responsabili del piano*

Il passo successivo che l'esperto dovrà compiere riguarda la individuazione del soggetto responsabile del processo di elaborazione e approvazione del piano industriale che riceve. Spesso i piani manageriali e quelli elaborati per avviare dei processi di raccolta capitale (anche se predisposti con l'ausilio di consulenti esterni) sono approvati dal Consiglio di Amministrazione della capogruppo, cosa che talvolta non accade per i piani elaborati per il sistema bancario. Nelle aziende dotate di uno strutturato processo di pianificazione, il coordinamento viene svolto dalla funzione Finanza ed Amministrazione, con il coinvolgimento della prima e seconda linea manageriale, oltre che di tutta la funzione commerciale. Spesso vengono utilizzati degli strumenti a supporto, quali: software di planning; CRM; analisi esterne di settore; analisi esterne sui clienti. Ai risultati di tali piani strategici, sono di frequente agganciati dei sistemi premianti per la squadra manageriale. Tutti questi aspetti che rendono il piano non un mero esercizio di previsione, ma la traduzione di scelte strategiche e gestionali in informazione prospettica dovranno essere presi in considerazione dall'esperto ai fini del giudizio di adeguatezza e ragionevolezza sulla base informativa a sua disposizione. Nelle aziende non dotate di uno strutturato processo di pianificazione, il piano spesso viene elaborato con l'ausilio di consulenti esterni o dalla funzione Finanza ed Amministrazione insieme all'Amministratore Delegato, senza coinvolgere l'intera squadra manageriale. Come già indicato nel precedente punto, si tratta di elementi che sicuramente costringono l'esperto a dei supplementi di analisi per poter esprimere un giudizio di adeguatezza, ragionevolezza e completezza sul piano industriale oltre che per valutare l'*"execution risk"* insito nel piano medesimo.

#### *c) Orizzonte coperto e data di elaborazione*

Anche la verifica dell'orizzonte temporale coperto dal piano e della data di elaborazione è un passaggio rilevante che l'esperto deve compiere al fine di verificare se il piano industriale ricevuto sia aggiornato e se copra un orizzonte temporale adeguato. Nelle società di medie e grandi dimensioni, dotate di un processo di pianificazione strutturato, spesso il piano copre un orizzonte che va da tre a cinque anni e viene aggiornato ogni anno. Il processo di aggiornamento parte in genere a settembre per chiudersi entro la fine dell'esercizio, con l'approvazione del Consiglio di Amministrazione. Il primo anno di piano corrisponde al budget, che viene rivisto più volte durante l'anno incorporando via via i risultati realizzati in corso d'anno.

I piani finalizzati a processi di apertura del capitale o per operazione di M&A spesso coprono un arco triennale e sono per definizione aggiornati in quanto elaborati ad hoc per tali operazioni.

A volte l'esperto può trovarsi di fronte a piani non aggiornati, elaborati in passato, con uno o più esercizi chiusi, affiancati dal budget dell'esercizio in corso. In questi casi, dovrà chiedere un aggiornamento del piano industriale e potrà verificare l'eventuale esistenza di scostamenti tra i dati consuntivi degli esercizi chiusi coperti dal piano industriale e i dati prospettici presenti in quest'ultimo. La presenza di scostamenti porterà ad esaminare, anche tramite interviste al management, la natura dei medesimi, ovvero se sono dipesi dalla incapacità del management di implementare le strategie (e quindi anche dall'inadeguatezza delle risorse organizzative, tecnologiche; e produttive presenti in azienda) ovvero da fattori competitivi legati a strategie dei *competitor* o cambiamenti nei comportamenti dei clienti. Ciò potrebbe avere rilievo sul giudizio che l'esperto deve esprimere sulla base informativa prospettica e sull'apprezzamento del profilo di rischio.

#### *d) Completezza, coerenza e sostenibilità finanziaria del piano industriale*

Al fine di esprimere un giudizio sul piano industriale che riceve, l'esperto deve verificare che il piano sia completo, coerente e finanziariamente sostenibile.

Un piano industriale completo è corredato non solo dai dati prospettici contenuti negli schemi di conto economico, stato patrimoniale e rendiconto finanziario, ma anche da altre sezioni che sono fondamentali per poter apprezzare l'adeguatezza e la ragionevolezza dei dati finanziari prospettici, oltre che per valutare il profilo di rischio associato agli stessi. In particolare, è fondamentale, come

si dirà meglio anche nella prossima sezione, che il piano contenga (i) un'analisi adeguata del contesto competitivo con particolare riguardo ai principali *competitor* e ai segmenti di clientela presenti nel mercato; (ii) una descrizione del modello di business che evidenzia le risorse di cui dispone l'azienda e le competenze distintive, che si soffermi sui vantaggi competitivi di cui gode l'azienda e sulla loro sostenibilità nel tempo; (iii) una descrizione della strategia che la società intende implementare nei prossimi esercizi al fine di accrescere il valore per i propri azionisti; (iv) un piano di azione (*action plan*) che evidenzia come le principali azioni strategiche saranno implementate nei prossimi esercizi; (v) ipotesi, e modello di planning.

Qualora alcune delle suddette sezioni non siano presenti o ben rappresentate nel documento che riceve, l'esperto dovrà ritenere il piano industriale carente e conseguentemente effettuare gli opportuni approfondimenti, richiedendo informazioni e dati supplementari e svolgendo delle interviste ai principali manager aziendali.

Per quanto riguarda la valutazione di coerenza del piano industriale che l'esperto riceve, essa deve essere svolta secondo una duplice dimensione: quella "interna" e quella riguardante la realizzabilità dell'*Action Plan*.

La verifica della coerenza "interna" riguarda l'allineamento esistente tra le diverse componenti del piano e in particolare tra la strategia, il piano di azione, le ipotesi e, infine, i dati previsionali. Problemi di coerenza potrebbero verificarsi, innanzitutto, laddove l'*Action Plan* risulti disallineato rispetto alle intenzioni strategiche ovvero nei casi in cui a precise intenzioni strategiche non corrispondano correlate azioni (investimenti, reperimento di risorse, modifiche organizzative, ecc.). Altra situazione critica potrebbe aversi con un piano in cui le strategie e l'*Action Plan* sono coerenti, senza tuttavia un adeguato riflesso nelle ipotesi e nei dati previsionali.

Un altro aspetto che può influenzare la coerenza di un piano industriale è la realizzabilità dell'*Action Plan*, rispetto: alle risorse attuali e prospettiche di cui l'azienda dispone e si doterà; alla tempistica proposta e; ad eventuali condizioni e vincoli. Un piano industriale può ritenersi coerente se può essere perseguito attraverso il disegno organizzativo predisposto dalla società. A tal fine è necessario che il piano industriale evidenzia, con sufficiente chiarezza, le relazioni tra strategie e azioni organizzative e i conseguenti effetti sulla struttura aziendale (struttura organizzativa, processi produttivi, brevetti, tecnologie possedute e/o acquisibili) e sul *business model*. Questo passaggio risulta molto rilevante ai fini della valutazione dell'*execution risk* che caratterizza il piano.

Per le società che lavorano su commessa, ad esempio, il piano potrebbe prevedere la realizzazione delle commes-

se acquisite in un orizzonte temporale troppo breve per essere rispettato. Altri casi di *Action Plan* di dubbia realizzazione secondo la tempistica ipotizzata sono individuabili in quei piani industriali basati sullo sfruttamento di un patrimonio di risorse e competenze distintive non ancora posseduto o sul raggiungimento di consistenti *performance*, in lassi temporali ristretti, in nuove ASA o in nuove aree geografiche: i tempi lunghi che in genere sono necessari per la realizzazione di tali opzioni rendono improbabili risultati di rilievo in breve tempo. Infine, i piani industriali che prevedono una significativa penetrazione in nuove aree geografiche, lanci di nuovi prodotti o ingresso in nuovi canali distributivi possono portare a forti rischi di implementazione laddove non venga dimostrato che la realizzazione di tali scelte strategiche sia affidata a manager che presentano nei rispettivi *curricula* esperienze simili.

Nella valutazione di coerenza sul piano industriale può avere rilievo la presenza o meno di un sistema di incentivazione del management e delle risorse aziendali e le relative modalità di valutazione delle performance. In particolare, sarebbe opportuno che l'esperto verifichi l'esistenza di un sistema di *rewarding*, le figure aziendali coinvolte, le variabili cui sono legati gli incentivi e l'allineamento di queste ultime ai *key value driver* e quindi agli obiettivi di creazione di valore per gli azionisti descritti nel piano. L'analisi della sostenibilità finanziaria di un piano industriale parte dalla corretta stima dei flussi di cassa ipotizzati dalla società e dall'adeguata copertura di questi ultimi con fonti di finanziamento adeguate. Per un'attenta stima dei flussi di cassa, con particolare riguardo agli *outflow* previsti, assumono rilevanza i cash flow generati dalle *operation* e quelli assorbiti dagli investimenti. Dopo l'analisi dei flussi di cassa, è utile che sia verificato, da un lato, se esiste un equilibrio tra tipologia di fonti ed impieghi, dall'altro, la ragionevole reperibilità delle fonti di finanziamento previste. Se il piano industriale contempla ad esempio un notevole utilizzo del credito bancario (o il rinnovo del medesimo alla scadenza contrattuale), sarà importante che la società giustifichi adeguatamente la propria capacità di indebitamento ed il proprio "merito creditizio".

L'obiettivo finale è verificare che, nel loro complesso, le dinamiche finanziarie supportino il raggiungimento degli obiettivi strategici previsti dal piano. Se così non fosse, l'esperto prima di procedere dovrà chiedere adeguate spiegazioni al management.

*e) Analisi del contesto competitivo, del modello di business e dei vantaggi competitivi*

Come già indicato in precedenza, è molto rilevante che il piano industriale contenga un'analisi adeguata del contesto

competitivo e del modello di business dell'azienda oggetto di valutazione. Tali informazioni sono essenziali per l'esperto al fine di comprendere: il profilo di rischio intrinseco; i dati prospettici e per definire il corretto tasso di sconto. Inoltre, sono molto utili anche per stimare il tasso "g" utilizzato per calcolare il Valore Terminale (cfr PIV III.1.37). L'esperto dalla lettura del piano o tramite delle apposite interviste al top management deve farsi un'idea del livello di competizione presente nel mercato di riferimento, dell'evoluzione delle quote di mercato, delle barriere all'ingresso e se ci sono dei fenomeni in essere che lasciano intendere un'intensificazione della competizione, quali ad esempio "guerre dei prezzi", entrata di nuovi competitor già operanti in altri contesti geografici con politiche competitive "aggressive", lancio di prodotti sostitutivi caratterizzati da un profilo prezzo/qualità tale da mettere a repentaglio le posizioni competitive della società oggetto di valutazione. Inoltre, deve valutare se la dimensione della società rispetto ai suoi *competitor* e in particolare ai leader di mercato possa rappresentare uno svantaggio competitivo e quindi mettere a repentaglio la tenuta dei dati prospettici.

Per quanto riguarda la domanda di mercato, l'esperto deve analizzarne l'andamento nelle aree geografiche in cui opera o entrerà la società, i *driver* che hanno o che potranno influenzare i *trend* in corso, la tipologia e il profilo di attrattività dei clienti presenti nel mercato rispetto a quelli serviti dalla società, l'eventuale presenza di *switching cost*, possibili cambiamenti delle esigenze in atto o eventuali tendenze in corso (ad esempio inerenti al "livello di servizio") che se non adeguatamente presidiati dalla società possono influire sulla rischiosità dei dati prospettici.

L'esperto deve soffermarsi sul vantaggio competitivo di cui gode la società e sulla sua sostenibilità nel tempo. A tal fine deve analizzare il modello di business adottato dall'azienda, i punti di forza, i fattori critici di successo, attrattività dei brand in portafoglio, il portafoglio clienti (profilo dei clienti, concentrazione, durata delle relazioni commerciali, *revenue model*), le competenze distintive e le risorse disponibili (umane, organizzative, tecnologiche/brevettuali, produttive e distributive). A tal riguardo, l'intervista al top management è certamente un passaggio rilevante al fine svolgere al meglio questa analisi.

*f) Modalità di costruzione del piano (top-down - bottom-up - commessa) e modello di pianificazione*

L'ultimo e il più rilevante passo che l'esperto deve compiere nell'esame della *prospective financial information* riguarda l'analisi delle assunzioni alla base dei dati finanziari prospettici e del modello di pianificazione adottato

dalla società per tradurre le scelte e le azioni strategiche in prospettive di carattere quantitativo. Tale passaggio darà un contributo decisivo alla formulazione di un giudizio sulla ragionevolezza e adeguatezza dell'informazione prospettica e sul profilo di rischio ad essa associata; inoltre, a valle di questa analisi, l'esperto potrà giudicare se la base informativa presente nel piano sia basata su previsioni e/o proiezioni e conseguentemente definire il più adeguato tasso di sconto.

Come già indicato in precedenza, infatti, un piano per essere considerato completo deve essere corredato da tutte le principali ipotesi alla base dei *key value driver* e dei principali dati previsionali, ovvero le assunzioni attraverso cui, partendo dalle strategie e dall'*Action Plan*, la società è arrivata a definire, sulla base del modello adottato, gli obiettivi quantitativi che intende raggiungere negli esercizi successivi. In particolare, si tratta non solo delle ipotesi alla base delle principali grandezze macroeconomiche (tasso di inflazione, tassi di cambio, andamento PIL, ecc.), ma di quelle alla base dello sviluppo dei ricavi, dei principali costi diretti e indiretti, degli oneri finanziari e della fiscalità, dell'evoluzione del capitale investito, sia fisso sia circolante.

L'analisi delle assunzioni è un passo fondamentale per l'apprezzamento della base informativa prospettica, in quanto quest'ultima potrà essere giudicata adeguata e ragionevole solo valutando i presupposti alla sua base. Informazioni sull'andamento dei prezzi e volumi dei prodotti che la società intende vendere nell'arco di piano, ad esempio, non saranno sufficienti a permettere all'esperto di completare il suo processo di analisi. La società dovrà evidenziare tutti i *kpi* che spiegano l'andamento di tali driver, che dipenderanno dal suo modello di business e dal modello di pianificazione adottato.

Nell'esame delle assunzioni l'esperto deve focalizzare la sua attenzione sui predittori utilizzati dalla società (in ottica consolidata o, in caso di aziende *multibusiness*, per ognuna delle SBU) ovvero quali evidenze sono state considerate al fine di proiettare i dati prospettici (trend storici, ciclo di vita dei prodotti in portafoglio, portafoglio ordini esistente, dati sui clienti ricorrenti, andamento del mercato di riferimento e delle quote di mercato, andamento dell'esercizio in corso) e su quale sia il modello in base al quale è formulata la previsione. Inoltre, deve tener presente che spesso i predittori possono essere diversi per il primo anno di previsione (budget), in genere basati su una base informativa maggiormente obiettiva, rispetto a quelli utilizzati per proiettare i dati per gli esercizi successivi.

Nel caso di società quotate, al fine di valutare la ragionevolezza delle assunzioni presenti nel piano che riceve, è utile che l'esperto acquisisca e analizzi anche il contenuto

degli studi elaborati dagli analisti (*equity analysts*) finanziari che “coprono” il titolo.

Nell'esaminare i trend storici l'esperto dovrà verificare la compatibilità rispetto a quelli tradotti nel piano industriale. In particolare, dovrà verificare in tale ottica il tasso di crescita dei ricavi, l'incidenza sui ricavi dei principali costi diretti e indiretti specifici e l'andamento dei principali margini; laddove dovesse riscontrare delle variazioni rilevanti tra trend storici e prospettici dovrà richiedere opportune spiegazioni al top management. Nell'esaminare il *track record* della società e la sua coerenza con le previsioni future, l'esperto dovrà mantenere un approccio critico non dando per scontato che quanto realizzato dalla società in passato, ad esempio in termini di andamento delle vendite, possa manifestarsi anche in futuro; dovrà sempre focalizzarsi sui predittori e su quei fattori critici di successo che sono alla base della sostenibilità del vantaggio competitivo che posso permettere all'azienda di mantenere una costanza di risultati nel tempo (ad esempio in termini di fatturato generato da parte dei clienti considerabili ricorrenti).

Nell'esaminare il modello di *planning* e il profilo di rischio dei dati prospettici, l'esperto dovrà tenere in considerazione che a seconda del settore di appartenenza le aziende possono seguire delle logiche di *planning* assai differenti, con peculiarità che cambiano profondamente da un business all'altro.

Ad esempio per le società che lavorano su *grandi* commesse, la cui esecuzione viene svolta in un periodo di tempo medio-lungo, l'esperto deve verificare la presenza nel piano del portafoglio commesse acquisite e delle ipotesi relative alla sua alimentazione.

Per le commesse acquisite, già parzialmente eseguite o da iniziare, tipicamente oggetto di previsioni *ad hoc*, l'esperto dovrà prendere visione, per gli esercizi di piano, della previsione di ricavi, costi, margini e investimenti in genere caratterizzata da una elevata visibilità. Si tratta in questo caso di basi ragionevolmente obiettive che permettono di considerare i flussi attesi nella categoria delle “previsioni”.

Quanto alle commesse non ancora in portafoglio, si dovranno verificare le ipotesi circa il numero, le caratteristiche, la scansione temporale e il valore di quelle che potrebbero essere acquisite e realizzate nel periodo di piano. A tal fine è particolarmente utile, al fine di valutare se si è in presenza di “previsioni o proiezioni”, da un lato, l'analisi del processo di acquisizione delle commesse sperimentato dall'azienda, del suo *track record* (trend storici e prospettici del coefficiente di successo - percentuale di gare vinte sul totale partecipate- per le diverse tipologie di commesse) e della sua maggiore o minore competitività a

fronte delle diverse tipologie di commesse che potrebbero manifestarsi; dall'altro, l'analisi del mercato, in modo da stimare sia l'ammontare delle commesse che potrebbero essere appaltate nel mercato di riferimento della società, sia le caratteristiche delle possibili società aggiudicatrici. Per le società che producono e/o distribuiscono beni di largo consumo, la logica normalmente utilizzata nella strutturazione del piano è di tipo *top down*, che si fonda su assunzioni e convincimenti che il management ha maturato circa l'andamento della domanda di mercato dei prodotti e/o servizi (che dovranno essere avallati da previsioni rilasciate da istituti di ricerca accreditati). In questi casi, l'esperto deve verificare come nel piano sia stato circoscritto il reale mercato di riferimento dell'azienda sulla base di variabili quali l'area geografica, la tipologia di clienti, il tipo di prodotto/servizio e i canali distributivi. Se ciò è stato sviluppato in maniera imprecisa il piano rischia di presentare dati previsionali inattendibili.

Il successivo passaggio consiste nell'analisi delle ipotesi alla base dell'evoluzione delle quote di mercato che l'azienda intende raggiungere per ogni linea di prodotto/area geografica/canale distributivo nell'orizzonte di piano: quanto più esse differiscono da quelle storiche, tanto più sarà necessario che il piano spieghi le modalità con cui si raggiungeranno tali obiettivi e si sottrarranno quote di mercato ai concorrenti, al fine di poter qualificare tali dati prospettici quali “previsioni o proiezioni”.

Un modello di *planning* molto diffuso è quello di tipo *bottom-up*, utilizzato in linea generale dalle società che vendono al cliente finale attraverso punti di vendita, dalle società industriali che pianificano le proprie vendite sulla base del portafoglio clienti (o del database di clienti effettivi e potenziali), dell'ARPU ed eventualmente del coefficiente di successo delle “tentate vendite” dei propri venditori. In questi casi, i predittori dei dati previsionali che l'esperto dovrà verificare possono essere molto diversi tra di loro.

Per i piani industriali delle società che vendono tramite una rete di punti vendita, l'esperto, al fine di valutare il profilo di rischio dei dati previsionali (e quindi se si tratta di “previsioni o proiezioni”), dovrà verificare le modalità con cui è stato pianificato l'andamento dei risultati economici dei punti di vendita attuali e di futura apertura nell'arco di piano. Per i negozi già esistenti, si dovrà prestare attenzione ai risultati storici conseguiti (ad es. in termini di fatturato e costi per metro quadro/lineare) e all'efficacia delle strategie che puntano all'eventuale miglioramento degli stessi (che possono ricollegarsi ad esempio alla progressiva messa a regime dei punti vendita o alla accresciuta competitività della *value proposition*). Per i negozi di nuova apertura, l'esperto dovrà verificare la ragionevolezza delle ipotesi in termini di *track record*

(verificando l'allineamento delle ipotesi rispetto ai trend storici realizzati dalla società nelle precedenti aperture effettuate) e dei tempi necessari per trovare le adeguate location e di messa a regime dei negozi.

Molte società industriali tendono invece a pianificare le proprie vendite sulla base del portafoglio clienti attuale e prospettico e dei trend esistenti nel mercato di riferimento. In questo caso, sarà molto utile all'esperto, al fine di valutare se si trova di fronte a "previsioni o proiezioni", la verifica della durata delle relazioni commerciali con un parco clienti che copra una parte largamente preponderante del fatturato storico e prospettico, l'analisi del fatturato storico e prospettico derivante da clienti considerabili "ricorrenti" rispetto all'andamento della domanda di mercato, il trend storico e prospettico di acquisizione e perdita (*churn rate*) di clienti, l'eventuale presenza di contratti "binding" e le forme di rinnovo, il portafoglio ordini esistente, l'eventuale condivisione con i principali clienti delle previsioni di vendita presenti nel piano, le trattative commerciali in essere e il potenziale tasso di successo delle stesse.

### Piano parzialmente ragionevole e possibili rimedi

L'esame dell'informazione finanziaria prospettica (descritta nel precedente paragrafo) raramente conduce l'esperto a giudicare sin da subito il piano pienamente ragionevole e utilizzabile ai fini della valutazione. Più spesso l'esperto ha necessità di un confronto con il management per correggere/integrare/richiedere approfondimenti.

In particolare l'esperto è chiamato a verificare, nei limiti di una ragionevole analisi compiuta dall'esterno, che:

- a) il piano non contenga errori o incoerenze evidenti (ad esempio un circolante stabile, a fronte di una crescita del fatturato);
- b) il piano si fondi su un ragionevole legame con *key driver* affidabili (ad esempio la crescita dei ricavi in un'area geografica trovi fondamento su quanto già realizzato in altri paesi caratterizzati da contesti competitivi simili);
- c) il piano risulti credibile (ad esempio perché presenta una redditività in linea con quella realizzata in passato o dall'impresa o da società comparabili o comunque realizzabile sulla base di proiezioni di consenso).

Tali verifiche possono condurre l'esperto ad adottare i seguenti rimedi per esprimere un giudizio più fondato e ragionevole:

• *rimedi di natura quantitativa:*

- a) richiedere alla società di approfondire alcuni aspetti del piano;

- b) richiedere alla società di integrare il piano delle informazioni mancanti;
- c) richiedere alla società di apportare correzioni al piano per la presenza di incongruenze;
- d) richiedere alla società un'analisi delle cause degli scostamenti fra budget e piano del/gli anno/i precedenti;
- e) integrare i flussi prospettici con informazione di fonte esterna;
- f) limitare l'analisi agli anni di piano per i quali esistono adeguati supporti;
- g) ridurre i flussi di piano per incorporare gli effetti di *value drivers* meno aggressivi;

• *rimedi di natura qualitativa:*

- h) svolgere interviste al management e raccogliere informazioni utili;
- i) assumere elementi utili a valutare la capacità della società di eseguire il piano;
- j) assumere elementi utili a comprendere l'eventuale *overconfidence* del management nel piano;
- k) assumere elementi utili per comprendere l'eventuale non neutralità del management rispetto al piano (es. base per incentivi manageriali o base per l'ottenimento di finanziamenti).

Nel caso di interviste è buona prassi che l'esperto trasmetta un elenco di quesiti in forma scritta al management e rediga dopo l'intervista una breve sintesi che riporti le principali informazioni raccolte da inviare al management stesso chiedendo conferma dei contenuti della sintesi.

L'adozione dei rimedi sopra indicati può permettere all'esperto di sanare le carenze riscontrate nel piano e quindi di esprimere un adeguato giudizio di ragionevolezza. Se così non fosse, allora dovrà ritenere il piano non ragionevole.

### Piano non ragionevole

Nel caso di giudizio non ragionevole per via del fatto che, ad esempio, il piano è formulato senza alcun riferimento alla storia, al confronto con altre società comparabili e/o con il consenso di mercato e non trova altri riscontri esterni (ad esempio sottoscrizione di capitale da parte dei soci, nuovi finanziamenti, ecc.) l'esperto deve rinunciare a far uso del piano.

Nell'applicazione dell'*income approach* l'esperto dovrà limitarsi a ricavare il valore sulla base della semplice capitalizzazione del risultato corrente normalizzato dopo aver verificato l'esistenza dei presupposti per proiettare quel risultato nel futuro. Quando ne ricorrano le condizioni

(assenza di discontinuità, ecc.) può essere utile far riferimento anche alla storia delle performance della società, assumendo ad esempio una media dei risultati storici.

Nel caso in cui esistano società quotate comparabili è opportuno che l'esperto confronti il multiplo implicito nel risultato dell'*income approach*, con i multipli delle società comparabili (in quanto il criterio dei multipli riproduce in forma sintetica la capitalizzazione del risultato corrente).

### Il caso delle imprese di minori dimensioni

L'esperto può essere chiamato a svolgere valutazioni che riguardano un ampio spettro di aziende per dimensioni e complessità. Ai due estremi si collocano, da un lato, aziende grandi e complesse, per le quali è necessario disporre di un'ampia base informativa e, dall'altro, realtà dimensionalmente ed operativamente più semplici, per le quali l'informativa ottenibile non è estesa ma le possibilità di comprensione sono più immediate. Fra gli estremi si interpongono numerose posizioni intermedie.

Le analisi sin qui descritte sono presentate – com'è naturale che sia – nella loro massima articolazione, ma la scelta del percorso in concreto da seguire in un particolare caso può prevedere una modulazione dei criteri applicativi in coerenza con la realtà aziendale da valutare. Ciò che conta è che le eventuali semplificazioni di percorso vengano adottate assicurando in ogni caso il raggiungimento dell'obiettivo di ragionevolezza dell'informazione utilizzata.

Ai fini dell'individuazione delle modalità attuative possono tuttavia essere utili le considerazioni che seguono:

- a. L'adeguatezza della base informativa deve essere valutata dall'esperto, trattandosi di una condizione di base per assicurare la bontà delle sue stime. Il giudizio, in ultima analisi, deve tenere conto di due dimensioni: (i) la materiale disponibilità di informazioni rilevanti e (ii) l'idoneità degli elementi raccolti a sostenere fondatamente le stime. L'obiettivo può dirsi raggiunto se l'esperto può attestare l'indisponibilità di altre fonti informative rilevanti, ottenibili da un ricercatore diligente, e dichiara che ritiene idonea alla formulazione delle sue stime la base informativa raccolta.
- b. L'analisi fondamentale ha in sostanza l'obiettivo di trarre (dalle prospettive generali, dalla dinamica competitiva e dalla storia dell'azienda) gli elementi necessari alla stima o alla verifica dei risultati prospettici. L'esperto può anche seguire percorsi di analisi semplificata, ma deve essere in grado di stabilire quanto meno: (i) se l'azienda è in fase sta-

zionaria, oppure in crescita, oppure di declino; (ii) quali sono i driver che caratterizzano tale condizione (dinamica dei risultati e degli investimenti; dati tendenziali di lungo periodo, necessari per la stima del valore terminale).

- c. La selezione delle metodologie da applicare deve sempre avvenire in coerenza con le analisi che precedono. Ad esempio, quando mancano segnali che indichino un'evoluzione tendenziale dei risultati dell'azienda, l'esperto può formulare un'ipotesi di stazionarietà e quindi appoggiare le stime ad una normalizzazione dei risultati del recente passato. Oppure, in presenza di risultati la cui sostenibilità nel lungo periodo appare dubbia, può limitare ad alcuni anni il calcolo di un *goodwill*, con il tradizionale metodo patrimoniale-reddituale. Lo stesso può dirsi, simmetricamente, in presenza di un arretramento temporaneo per il quale può essere stimato un *badwill*. Le valutazioni comparative di mercato possono essere difficili nel caso delle aziende di minori dimensioni. L'esperto potrà tuttavia sempre verificare come i valori di mercato si posizionino rispetto ai valori intrinseci, nel caso di aziende in qualche modo accostabili a quella in esame.

### Una check list per l'esperto

Di seguito è riportata a solo titolo esemplificativo e non esaustivo il percorso di analisi da compiere per poter esprimere un giudizio fondato di ragionevolezza (piena, limitata o di non ragionevolezza) dell'informazione finanziaria prospettica. Le analisi da compiere debbono essere valutate dall'esperto in relazione agli specifici fatti e circostanze ed il percorso da compiere non costituisce nulla più che una semplice traccia di riferimento (nel senso che specifici fatti e circostanze possono far ritenere superflue talune analisi o del tutto insufficienti altre).

L'esperto dovrebbe fornire nella propria relazione indicazione delle analisi compiute a supporto del proprio giudizio di ragionevolezza dell'informazione finanziaria prospettica.

Dapprima l'esperto dovrebbe compiere alcune verifiche che riguardano:

1. la identificazione de: la finalità per la quale l'informazione finanziaria è stata prodotta, il soggetto responsabile dell'informazione finanziaria prospettica, il processo alla base dell'esercizio di previsione.
2. se l'informazione finanziaria prospettica è redatta in conformità con i principi contabili adottati dall'entità oggetto di valutazione ai fini della reda-

- zione del proprio bilancio o viceversa quali siano le differenze/scostamenti;
3. se l'informazione prospettica è coerente con quella prodotta/utilizzata ad altri fini (ad esempio se l'informazione prospettica a supporto di un aumento di capitale è coerente con l'informazione prospettica utilizzata nell'ultimo *impairment test*)
  4. se l'informazione prospettica è aggiornata rispetto alla data di riferimento della valutazione o comunque è ancora valida o se invece richiede di essere aggiornata;
  5. se esistono riscontri esterni a supporto del giudizio di ragionevolezza (previsioni di consenso di *equity analysts*, affidamento di finanziamenti, sottoscrizione di aumento di capitale da parte di soggetti informati – *strategic buyer* o *information buyer*, ecc.) e se esistono controlli diretti (esempio attestazioni ISAE 3400) e se possibile effettuare confronti con il soggetto che ha compiuto controlli diretti;
  6. la lista dei supporti informativi interni ed esterni utilizzati dall'entità per formulare le proprie previsioni e la coerenza fra tali supporti e le assunzioni effettivamente formulate

Successivamente l'esperto dovrebbe seguire un percorso di analisi strutturato che preveda :

- A) Analisi delle assunzioni alla base dell'informazione finanziaria prospettica. L'esperto è chiamato a:
1. valutare la completezza delle assunzioni per ciascun fattore chiave identificato;
  2. rivedere la documentazione di supporto fornita dalla parte responsabile ed identificare le assunzioni rispetto alle quali i risultati sono più sensibili;
  3. valutare la coerenza delle assunzioni con le previsioni di consenso relative ai settori ed alle economie nelle quali l'entità opera;
  4. valutare gli elementi a supporto delle assunzioni, riservando particolare attenzione a quelle assunzioni che:
    - a. rivestono un peso non trascurabile sul risultato finale;
    - b. sono particolarmente esposte a possibili cambiamenti;
    - c. comportano deviazioni rispetto al trend storico;
    - d. sono particolarmente incerte.
- B) Analisi di società comparabili e della concorrenza. L'esperto è chiamato a:
5. effettuare un confronto con le previsioni di entità

- simili (se disponibili) e considerare se gli elementi chiave alla base delle previsioni di entità simili siano stati considerati anche dalla specifica entità oggetto di valutazione;
6. valutare la coerenza fra l'informazione finanziaria prospettica e l'andamento di società comparabili (indici di redditività, intensità di capitale, ecc.) ed eventualmente analizzare le ragioni delle differenze;
7. utilizzare la propria conoscenza del settore e dell'impresa per identificare eventuali fonti di rischio che non sono state considerate nell'informazione finanziaria prospettica e che potrebbero essere rilevanti, quali trend di mercato, clima competitivo, regolamentazione ed eventuali evoluzioni normative, esposizione ad evoluzioni sociali, economiche, politiche e tecnologiche, dipendenza dai principali clienti e fornitori;

C) Analisi della storia più recente dell'azienda. L'esperto è chiamato a:

8. valutare se l'informazione storica possa essere una base di confronto utile e sufficientemente affidabile per valutare la ragionevolezza dell'informazione prospettica;
9. analizzare la storia più recente dall'azienda ed identificare i fattori principali in grado di influenzare i risultati;

D) Analisi ed integrazione della base informativa di fonte societaria. L'esperto è chiamato a:

10. analizzare tutta l'informazione pubblica ed interna resa disponibile dalla società, verificandone la coerenza con l'informazione finanziaria prospettica (che può essere finalizzata ad uno specifico obiettivo diverso da quello della valutazione);
11. prevedere interviste al soggetto responsabile dell'esercizio di previsione in relazione a possibili fattori addizionali che non sono stati considerati nella previsione o a cambiamenti nelle assunzioni relativamente a tali fattori;
12. identificare per i fattori chiave l'esistenza di eventuali altre fonti di supporto non utilizzate dall'entità o di evidenze in contrasto con le assunzioni formulate.
13. valutare se l'esercizio di previsione si estende per un periodo di tempo per il quale si dispone di adeguati supporti alle assunzioni, alla luce:
  - a. della natura del settore in cui opera l'azienda;
  - b. del trend storico di performance della specifica entità e dei suoi concorrenti;

14. quando i supporti per le assunzioni sono rappresentati da pareri di esperti (legali, fiscali, tecnici, ecc.):
  - a. considerare lo *standing* professionale dell'esperto in relazione alla rilevanza del parere;
  - b. valutare se non sia opportuno disporre di altri pareri;
  - c. verificare la coerenza fra il parere e le assunzioni formulate dall'impresa (ad esempio il parere prospetta situazioni anche diverse da quella considerata dall'impresa come più probabile).

E' opportuno infine che l'esperto ottenga una *representation letter* dal soggetto responsabile dell'informazione finanziaria prospettica che contenga una dichiarazione in merito al fatto che tutta l'informazione rilevante è stata fornita all'esperto, ivi compresa l'informazione in merito ad eventuali passività potenziali, e che l'informazione finanziaria prospettica costituisce la migliore previsione formulabile da parte del soggetto responsabile.

## Conclusioni

L'analisi di ragionevolezza dell'informazione finanziaria prospettica non esaurisce il compito dell'esperto nella individuazione degli input ai fini della applicazione dei criteri reddituali o finanziari.

Infatti anche quando l'esperto giudichi ragionevole l'informazione finanziaria prospettica, non significa che l'ultimo anno di previsione esplicita debba necessariamente costituire la base per la stima del valore terminale. Ad esempio in un settore ciclico il valore terminale dovrebbe essere stimato sulla base di un risultato medio di ciclo, per un'impresa che gode di un vantaggio competitivo temporaneo il valore terminale dovrebbe essere stimato sulla base di un risultato che riflette il venir meno del vantaggio competitivo, ecc.

In linea di principio il valore di un'impresa può essere concepito come somma di due componenti: il valore attuale lordo degli *asset in place* ed il valore attuale netto dei futuri

investimenti concretamente realizzabili dall'impresa in relazione allo specifico vantaggio competitivo di cui dispone. Più in generale l'esperto deve considerare quali sono gli effetti del piano sul risultato finale della stima ottenuta sulla base dell'*income approach*.

Al riguardo gli elementi da considerare sono:

- a) le differenze fra la situazione corrente dell'entità e la situazione che la stessa prevede di raggiungere a fine piano. Al riguardo l'esperto è chiamato a verificare non solo gli incrementi assoluti delle voci di risultato (ricavi, Ebitda, Ebit, reddito netto), ma anche: la dinamica degli indici di redditività (ROIC, ROE, ROS, ecc.) impliciti; la dimensione che si prevede raggiungerà l'impresa (ad es. in termini di quote di mercato, ecc.); e valutare la coerenza di tali previsioni;
- b) l'orizzonte temporale coperto dal piano. L'esperto deve essere consapevole che se i risultati di piano crescono ad un saggio superiore al costo del capitale, l'uso di un piano più protratto finisce con il determinare un valore di stima più elevato. Naturalmente il valore di un'impresa non può essere frutto dell'estensione dell'orizzonte del piano formulato dal management, ma piuttosto è l'estensione del piano che dovrebbe essere funzione di variabili di natura fondamentale, quali: la fase di vita dell'impresa; l'imprevedibilità dell'ambiente in cui l'impresa opera; l'incertezza che grava sulle variabili macro economiche e macro finanziarie; il rischio paese, ecc.
- c) il flusso da proiettare ai fini della stima del valore terminale. A tal riguardo è opportuno considerare che il valore terminale non necessariamente deve fondarsi sull'ultimo anno di piano. Il valore terminale esprime la capitalizzazione di un risultato che è ragionevole attendersi oltre il periodo di previsione esplicita e deve fondarsi su una attenta analisi della possibile evoluzione: dei vantaggi competitivi dell'impresa; dell'ambiente competitivo; del modello di business.