



Discussion Paper n. 1/2021

# L'uso di informazione finanziaria prospettica nella valutazione d'azienda

16 marzo 2021

## Indice

Premessa.....	3
Cap. 1 – I principi generali.....	4
1.1. L’informazione finanziaria prospettica ed il giudizio di ragionevolezza richiesto all’esperto di valutazione.....	4
1.2. Il dettato dei PIV relativamente alle valutazioni piene.....	7
1.3. La distinzione fra previsioni e proiezioni.....	9
1.4. Flussi prospettici condizionati e non condizionati al manifestarsi di uno specifico scenario.....	10
1.5. Previsioni e proiezioni condizionate e non condizionate.....	11
1.6. Sintesi delle classificazioni rilevanti dell’informazione prospettica.....	12
1.7. Dalla teoria alla pratica.....	12
Cap. 2 - Processo da seguire nell’esame dell’Informazione finanziaria prospettica.....	15
2.1 Introduzione.....	15
2.2 Finalità per le quali il piano è stato costruito.....	15
2.3 Responsabili del piano.....	16
2.4 Orizzonte coperto e data di elaborazione.....	16
2.5 Completezza, coerenza e sostenibilità finanziaria del piano industriale.....	16
2.6 Analisi del contesto competitivo, del modello di business e dei vantaggi competitivi.....	18
2.7. Modalità di costruzione del piano ( <i>top-down - bottom-up - commessa</i> ) e modello di pianificazione.....	18
Cap. 3 Il giudizio di ragionevolezza dell’informazione finanziaria prospettica.....	21
3.1. I profili di rischio di una valutazione.....	21
3.1. Piano parzialmente ragionevole e rimedi.....	22
3.2. Piano non ragionevole.....	22
3.3. Il caso delle piccole imprese.....	23
Cap. 4. Dall’informazione finanziaria prospettica alla stima del valore.....	24
4.1. L’informazione finanziaria prospettica e la stima del valore terminale.....	24
4.2. L’informazione finanziaria prospettica e le scelte dell’esperto in merito all’architettura dell’impianto valutativo.....	24
Cap.5 Il percorso di analisi dell’esperto.....	26
Cap. 6. Domande e risposte relative a diversi profili di analisi.....	28
Cap. 7 Esempi illustrativi.....	32

## Premessa

1. I Principi Italiani di Valutazione (PIV – 2015) chiedono che l'esperto si formi un proprio giudizio sulla ragionevolezza delle informazioni prospettiche. Ciò in particolare nel contesto di incarichi che si qualificano come valutazioni "piene" (ad esempio tutte le valutazioni per scopi legali).
2. Le indicazioni contenute in questo documento hanno appunto la finalità di fornire alcune linee-guida e alcuni principi che possano aiutare a valutare la qualità di un piano industriale, o più in generale, di proiezioni di risultati attesi. La qualità è da intendersi in senso sostanziale: in altre parole le proiezioni debbono essere il frutto di un percorso razionale e ancorato alla base informativa interna dell'azienda riferibile al passato e ai suoi piani d'azione, nonché alle indicazioni rivenienti dall'analisi del contesto macroeconomico e competitivo nel quale l'impresa opera.
3. Alla lettura del documento giovano alcune precisazioni.  
In primo luogo il documento ha quale riferimento realtà aziendali evolute, dotate di sistemi di reporting e di pianificazione allineati agli standard generalmente richiesti. Quindi molte delle argomentazioni sviluppate si adattano con fatica alle imprese di minori dimensioni prive di modelli formalizzati di pianificazione.
4. In termini più generali si deve anche osservare che l'apprezzamento della qualità delle proiezioni e della loro adeguatezza non può prescindere da condizioni quali la tipologia dell'incarico e la finalità della valutazione che è stata chiesta all'esperto.  
Altri fondamentali elementi da considerare sono costituiti dalle caratteristiche del settore di appartenenza dell'azienda e dalla fase del suo ciclo di vita. In taluni casi, infatti, l'elaborazione con criteri articolati e sofisticati di un piano costituisce una premessa, talvolta essenziale, per la futura gestione del business.
5. In altri casi, invece, l'interesse a produrre un piano potrebbe non sussistere, o non costituire un esercizio utile per monitorare la performance gestionale in rapporto ai benchmark rappresentati dai risultati dei competitors o da altri indicatori macroeconomici o di settore.  
Questa premessa alla lettura vuole quindi trasmettere un messaggio fondamentale: le indicazioni contenute nelle diverse parti devono essere interpretate in primo luogo con il buon senso, il che significa che esse vanno contestualizzate nella specifica realtà aziendale e nelle specifiche condizioni esterne (congiunturali e di settore) nelle quali le proiezioni vengono prodotte.
6. Occorre poi considerare che il documento è stato concepito anche con una funzione educativa, che in talune parti si è inevitabilmente tradotta in una elencazione piuttosto ampia dei profili di analisi e di verifiche, che non hanno tutte rilievo quando l'esperto si trova ad affrontare specifiche situazioni aziendali

## Cap. 1 – I principi generali

### 1.1. L'informazione finanziaria prospettica ed il giudizio di ragionevolezza richiesto all'esperto di valutazione

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 in questo *Discussion Paper* 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. Al limite, 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. Un esempio di controllo diretto è quello rappresentato dall'ISAE 3400. Nell'applicare tale principio il revisore si esprime sulla ragionevolezza delle assunzioni della direzione (normalmente fornendo solo un livello di *assurance* moderato), sulla correttezza della redazione dell'informativa finanziaria prospettica sulla base delle assunzioni e sulla sua presentazione in conformità al quadro normativo di riferimento sulla informazione finanziaria. 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 sottoscrivendo 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.

I profili fin qui 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.

Il giudizio di ragionevolezza che l'esperto è chiamato ad esprimere, esercitando il proprio scetticismo professionale, riguarda tre diversi profili:

- a) la coerenza interna all'informazione finanziaria prospettica;
- b) la coerenza dell'informazione prospettica con i risultati dell'analisi fondamentale compiuta autonomamente dall'esperto;
- c) la coerenza fra la finalità per la quale l'informazione prospettica è stata prodotta e la configurazione di valore oggetto di stima.

La coerenza interna all'esercizio di previsione alla base dell'informazione finanziaria prospettica riguarda i profili in precedenza descritti e la capacità del modello di previsione di rappresentare adeguatamente il modello di business dell'impresa oggetto di valutazione.

L'informazione finanziaria prospettica deve essere coerente anche con i risultati dell'analisi fondamentale svolta dall'esperto. Ad esempio se l'esperto sulla base della dinamica storica dell'impresa, del suo portafoglio prodotti, della tecnologia in uso, del suo posizionamento competitivo, ecc. è giunto alla conclusione che il business sia stabilizzato e maturo ed anche i multipli di società comparabili e di transazioni comparabili sono coerenti con questa conclusione, mentre l'informazione finanziaria prospettica prodotta dall'azienda proietta una forte crescita dei risultati, l'esperto può giudicare l'informazione prospettica non ragionevole alla luce dell'analisi fondamentale compiuta.

Infine la finalità per la quale è stata costruita l'informazione prospettica può non essere coerente con la configurazione di valore ricercata. La configurazione di valore definisce la prospettiva di valutazione (valore per chi?). Ad esempio l'informazione finanziaria prospettica di fonte aziendale non è coerente con la stima del valore d'investimento per un potenziale acquirente strategico (in quanto la valutazione deve esprimere il valore per uno specifico soggetto diverso dal *current owner* che potrebbe realizzare sinergie di costi o di ricavi), né con la stima del valore di mercato (che dovrebbe esprimere i risultati attesi da un generico partecipante al mercato diverso dal *current owner* in grado di garantire il massimo e miglior uso alle attività d'impresa)<sup>1</sup>, così come un piano costruito per ottenere i finanziamenti necessari a realizzare rilevanti investimenti futuri non è coerente con la stima del valore intrinseco (ovvero il valore in atto dell'impresa *as is*).

Nello svolgimento di un incarico di valutazione piena, l'esperto è sempre chiamato ad esprimere un giudizio di ragionevolezza dell'informazione prospettica. Ai sensi dei PIV III.1.3 e III.1.4 (e relativi commenti), se l'incarico ha delle limitazioni (parere valutativo, parere di congruità finanziaria, ecc.) l'esperto può non esprimersi sulla ragionevolezza complessiva dell'informazione finanziaria prospettica (a causa ad esempio dell'informazione limitata a disposizione), ma deve comunque esprimere un giudizio sulla completezza e sulla accuratezza delle ipotesi alla base dell'informazione prospettica utilizzata ai fini: (i) di decidere se usare o meno l'informazione prospettica e; (ii) di valutare i rischi di tale informazione; (iii) di identificare il tasso di sconto più appropriato.

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 limitata non può essere utilizzata a fini valutativi).

In caso di giudizio di ragionevolezza limitata i rimedi che l'esperto può adottare, in relazione agli specifici fatti e circostanze, 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;

---

<sup>1</sup> Si consideri il seguente esempio. L'impresa A si caratterizza per costi di distribuzione pari al 20% dei ricavi. L'impresa X interessata all'acquisto dell'impresa A si caratterizza per costi di distribuzione pari al 10% dei ricavi, mentre i concorrenti dell'impresa A mostrano costi di distribuzione pari al 15% dei ricavi. Il valore d'investimento per l'impresa X dovrebbe considerare costi di distribuzione pari al 10% dei ricavi, il valore di mercato per un generico partecipante al mercato il 15% ed il valore intrinseco il 20% dei ricavi.

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

Questo Documento è finalizzato ad identificare gli elementi da considerare per esprimere un fondato del giudizio di ragionevolezza e gli eventuali rimedi che l'esperto di valutazione può adottare.

## 1.2. Il dettato dei PIV relativamente alle valutazioni piene

I PIV dedicano una sezione della parte III.1. "la valutazione delle aziende e dei rami di azienda" ai flussi di risultato prospettici.

Come è noto i PIV:

- distinguono fra tipi di incarico per l'esperto di valutazione: valutazione, parere valutativo, parere di congruità finanziaria, e
- richiedono per tutte le valutazioni legali, valutazioni (piene).

Con riguardo all'incarico di valutazione, i PIV impongono all'esperto di esprimersi sulla ragionevolezza complessiva del piano richiedendo, ove necessario, di integrarlo. In particolare il PIV III.1.24 recita:

### "III.1.24

**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.**

#### Commento

*Va ricordato che le valutazioni legali richiedono una valutazione piena.*

*Va ricordato altresì che l'analisi del piano compiuta dall'esperto non è da intendersi come una attestazione del tipo ISAE 3400<sup>2</sup>. Qualora richiesta dal mandato o da norme e regolamenti, tale attestazione può essere compiuta anche da un soggetto diverso dall'esperto.*

*Poiché la pianificazione è un processo complesso che richiede anche mesi per poter essere ultimato, il management rimane comunque responsabile della veridicità dell'informazione prospettica (piano o previsione) inclusa la identificazione e la disclosure delle ipotesi su cui è basata.*

*Nel compiere la valutazione l'esperto analizza la coerenza complessiva delle ipotesi alla base del piano ai fini ed ai limiti dell'esercizio valutativo, di norma attraverso:*

- *interviste al management responsabile della pianificazione per comprendere se l'impianto metodologico è appropriato attraverso la discussione delle logiche di costruzione del piano, delle*

---

<sup>2</sup> Tale attestazione è rilasciata dal revisore a seguito dello svolgimento delle procedure di verifica previste nel principio di *assurance*

logiche che ne definiscono l'ampiezza in termini di orizzonte temporale, della completezza (in termini di previsioni economiche e patrimoniali), delle fonti per le variabili macroeconomiche e finanziarie, delle finalità e della presenza di eventuali assunzioni ipotetiche (hypothetical assunzioni);

- interviste ai responsabili delle principali funzioni e/o settori operativi e/o unità di business per comprendere le scelte di fondo del piano, le aree di intervento, le fonti delle ipotesi (assunzioni) incluse nel piano, i key driver ed i fattori di rischio anche alla luce dei risultati storici conseguiti;
- la verifica della natura del piano (piano approvato dal consiglio di amministrazione, previsione del management, ecc.)
- la identificazione delle finalità del piano (incentivazione del management, rappresentazione dello scenario più probabile, rappresentazione dello scenario medio atteso, ecc.)
- il rilascio da parte del management all'esperto della attestazione di non essere a conoscenza di fattori di rischio che non siano stati considerati nel piano o di esserne a conoscenza indicando le ragioni per cui non sono stati considerati nel piano;
- la raccolta di evidenze esterne (nella misura in cui siano disponibili) di conforto delle ipotesi alla base del piano.

Il grado di analiticità del piano deve essere tale da consentire il giudizio di ragionevolezza chiesto all'esperto. Lo stesso vale per ogni altro elemento informativo utile, ad esempio in merito: al processo svolto all'interno dell'azienda; all'eventuale contributo di specialisti esterni; alle modalità di individuazione delle ipotesi di base e di costruzione delle specifiche stime del management; alle analisi di sensibilità (sensitivity analysis) per l'individuazione delle variabili aleatorie critiche; al trattamento di fattori come la stagionalità ed il ciclo economico; ai principi contabili utilizzati ed alle modalità di conversione dei flussi in valuta.

In presenza di analisi legate a scenari alternativi, l'esperto deve accertarsi che ai fini della valutazione siano individuati risultati medio-attesi, dal punto di vista probabilistico. Frequentemente i piani esprimono valori stimati (riferiti agli scenari più probabili che non coincidono necessariamente con gli scenari medio-probabili). Gli altri scenari, come le stesse sensitivity analysis, sono utili per l'identificazione del grado di rischio appropriato. Queste esplorazioni tuttavia spesso si limitano ad indicare ciò che è ipoteticamente possibile, ma non necessariamente ciò che è probabile. Il giudizio di tipo probabilistico richiede un'analisi specifica.

Nel corso dell'esame del piano deve essere valutata in primo luogo l'esperienza dell'azienda, non solo in materia di elaborazione di piani, ma anche e soprattutto in merito alla capacità di raggiungimento dei risultati previsti. Una performance passata non in linea con le previsioni deve evidentemente richiamare l'attenzione dell'esperto, sulla possibile inattendibilità delle previsioni future o sulla imprevedibilità dell'ambiente in cui opera l'azienda. Devono poi essere ripercorse le diverse fasi del processo di pianificazione per valutarne l'adeguatezza, la completezza e la coerenza: l'analisi del quadro economico e di settore, la formulazione del disegno strategico, la definizione di un piano d'azione organico. Quest'ultimo elemento è critico per verificare se il piano si limita ad indicare delle aspettative, basate su di una serie di ipotesi eventualmente riferite anche a situazioni ipotetiche, oppure se definisce un concreto programma di lavoro, con un preciso concatenamento fra mezzi e fini. Nel primo caso sono formulate delle proiezioni (projections); nel secondo delle previsioni (forecasts). L'attenzione deve soffermarsi segnatamente sulle ipotesi recepite e sulle stime formulate in sede di costruzione dei dati prospettici di natura economica, finanziaria e patrimoniale, al fine di valutare la ragionevolezza delle une e delle altre.

Con riguardo ai risultati da utilizzare nella stima, che devono essere medio-normali, il giudizio deve considerare i profili della plausibilità (cioè della riconoscibilità dei presupposti) da un lato e dalla sostenibilità dall'altro. In particolare devono essere giustificati gli scostamenti rispetto al passato, così come deve essere valutata, al di là dei percorsi analitici, la plausibilità dell'evoluzione dei driver di valore indicata dal piano.

Assume rilevanza la identificazione da parte dell'esperto delle variabili chiave (o driver di valore) del piano. Sulla base di tali variabili l'esperto deve essere in grado di compiere un'analisi di sensibilità (sensitivity analysis).



*Occorre tenere presente che, nel caso di un giudizio non pienamente favorevole al piano, l'esperto ha due alternative di fondo: la prima è quella di integrare i flussi in base agli elementi informativi disponibili; la seconda è quella di accrescere il premio per il rischio da incorporare nel tasso di attualizzazione (introduzione di un coefficiente alfa che esprime il rischio connesso al far uso di risultati stimati e non invece medi-attesi).*

*È evidente che la prima alternativa conduce l'esperto ad impegnarsi direttamente sul fronte delle previsioni, a meno che le sue rettifiche non siano semplicemente il risultato di una particolare impostazione valutativa (come ad esempio quando si ricerca un valore in atto, separandolo dalle opportunità ancora da cogliere, oppure quando si rendono coerenti i flussi con le modalità attuative della particolare operazione per la quale la stima è richiesta). La seconda alternativa è meno coinvolgente, ma richiede l'esercizio di una sensibilità particolare sul fronte dell'apprezzamento del differenziale di rischio da riconoscere nel tasso. Seguendo la seconda alternativa può essere utile che l'esperto evidenzi l'abbattimento percentuale costante (in ogni anno di previsione esplicita e nel valore terminale) dei flussi di risultato che, scontati al costo del capitale (ovvero ad un tasso che esclude la rettifica in aumento rappresentata dal coefficiente alfa), avrebbe condotto al medesimo risultato".*

Questo documento vuole offrire una descrizione del processo che l'esperto di valutazione dovrebbe seguire per esprimere un giudizio di ragionevolezza del piano.

### 1.3. 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 (Previsioni ipotetiche).** 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.

Poichè un piano si fonda su *key factor* e su specifiche azioni, il giudizio di ragionevolezza deve riguardare anche altri profili:

- a) la completezza delle assunzioni (devono essere sviluppate assunzioni per ciascun *key factor*);
- b) la loro coerenza reciproca (devono essere coerenti con l.e azioni ed in aggregato);
- c) la non distorsione da eccessi di ottimismo o pessimismo;
- d) la loro valutazione in aggregato.

La tabella che segue illustra i profili più rilevanti che le assunzioni devono rispettare per poter garantire una base ragionevolmente obiettiva.

Quando esiste una base ragionevolmente obiettiva delle assunzioni	
Caratteristiche	Razionale
Sussiste una relazione razionale fra le assunzioni e i fatti e le circostanze	Le assunzioni sono coerenti con il passato, con le condizioni correnti e con il consenso
Le assunzioni sono complete	Sono sviluppate assunzioni per ciascuna variabile chiave ( <i>key factor</i> )
Le assunzioni non sono distorte da eccessi di ottimismo o pessimismo	Le assunzioni dovrebbero essere giudicate ragionevoli da una terza parte, a prescindere dalla finalità della previsione. Le previsioni non dovrebbero risentire di <i>management bias</i>
Le assunzioni sono coerenti con i piani e con le azioni dell'azienda	Le assunzioni devono considerare anche gli effetti (e le reazioni) che le azioni dell'azienda possono comportare
Le assunzioni devono essere coerenti fra loro	E' necessario che le assunzioni relative a ciascuna variabile chiave ( <i>key factor</i> ) non confliggano fra loro
Le assunzioni in aggregato sono ragionevoli nello specifico contesto	Le assunzioni concorrono a definire un quadro ragionevole, non in contrasto con evidenze contraddittorie

La distinzione fra previsioni e proiezioni è rilevante con riguardo ai tassi di sconto dei flussi prospettici. Infatti nel caso di proiezioni, mancando una base ragionevolmente obiettiva, il tasso di sconto oltre al rischio sistematico (costo del capitale) deve considerare anche la natura più incerta dei flussi prospettici. Normalmente questa incertezza viene rappresentata attraverso un premio per il rischio di *execution* del piano.

#### 1.4. Flussi prospettici condizionati e non condizionati al manifestarsi di uno specifico scenario

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>3</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 (no 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 (a causa dell'insolvenza del 5% degli emittenti rappresentati nel portafoglio): 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.

## 1.5. Previsioni e proiezioni condizionate e non condizionate

Le due distinzioni introdotte sin qui permettono di costruire una matrice che consente di comprendere sempre sotto il profilo logico come dovrebbero essere trattati i flussi prospettici. Infatti sia le proiezioni sia le previsioni possono essere condizionate o meno al manifestarsi di uno scenario non coincidente con lo scenario medio atteso. Normalmente le proiezioni si fondano sullo scenario più probabile (ad esempio nel caso del lancio di un nuovo prodotto, il management sconta uno scenario di successo) e le previsioni si fondano su scenari medi-attesi, ma non necessariamente. Un piano potrebbe includere previsioni più prudenti di risultato del lancio di un nuovo prodotto e previsioni più aggressive con riguardo ai risultati delle attività in essere (*asset in place*).

La tabella seguente illustra quattro possibili fattispecie logiche chiarendo che laddove si è in presenza di proiezioni è sempre necessario considerare nel tasso di sconto un premio per il rischio di *execution* e laddove si è in presenza di previsioni fondate su scenari più probabili (che non esprimano scenari medi-attesi) è necessario includere un premio per il rischio di scenario.

---

<sup>3</sup> Si esclude in questa nota il terzo criterio c.d. degli equivalenti certi, che è applicato molto di rado nella valutazione d'impresa.

Tipi di PFI e tassi di sconto		
	Condizionata	Non condizionata (media attesa)
<b>Previsioni</b>	Si fondano su uno scenario più probabile (ma non medio atteso) per il quale esiste una ragionevole base obiettiva: il tasso di sconto deve considerare un premio per il rischio di scenario (premio per il rischio non sistematico di scenario): costo del capitale + premio per il rischio non sistematico di scenario	Si fondano su un unico scenario medio atteso o su più scenari probabili per i quali esiste una ragionevole base obiettiva: il tasso di sconto deve considerare solo il rischio sistematico: costo del capitale
<b>Proiezioni</b>	Si fondano su uno scenario assunto come più probabile (non medio atteso) sulla base di un'assunzione ipotetica (mancando una base ragionevolmente obiettiva). Il tasso di sconto oltre al premio per il rischio non sistematico di scenario, deve considerare anche il premio per il rischio dell'assenza di una base ragionevolmente obiettiva a supporto dell'assunzione ipotetica ( <i>execution risk</i> ) = costo del capitale + premio per il rischio non sistematico di scenario + premio per execution risk	Si fondano su un unico scenario medio atteso definito sulla base di un'assunzione ipotetica (mancando una base ragionevolmente obiettiva). Il tasso di sconto oltre al rischio sistematico deve considerare anche il premio per rischio dell'assenza di una base ragionevolmente obiettiva a supporto dell'assunzione ipotetica ( <i>execution risk</i> ): costo del capitale + premio per execution risk

## 1.6. Sintesi delle classificazioni rilevanti dell'informazione prospettica

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.

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 seguente equazione:

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

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.

## 1.7. Dalla teoria alla pratica

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 disporre di alcuni principi generali da seguire nell’apprezzamento della affidabilità e della ragionevolezza dei flussi. La tabella che segue riporta un elenco di dieci principi guida con una breve spiegazione.

**Principi generali di affidabilità e ragionevolezza dell'informazione finanziaria prospettica**

	Principi	Breve spiegazione
1	<b>Le previsioni sono formulate in buona fede</b>	Le previsioni devono essere formulate senza un eccesso di ottimismo o pessimismo (no management bias) e richiedono uno sforzo diligente per sviluppare assumption appropriate
2	<b>Le previsioni sono preparate con cura da personale qualificato</b>	Cura appropriata significa adeguata attenzione nel selezionare tutta l'informazione rilevante ragionevolmente disponibile
3	<b>Il processo utilizzato garantisce che sia fatto uso di tutta l'informazione rilevante</b>	Nel valutare la rilevanza dell'informazione occorre considerare oltre che il possibile impatto sui risultati anche l'affidabilità delle fonti
4	<b>L'informazione utilizzata è coerente con i piani dell'azienda</b>	L'informazione deve essere coerente con le strategie, i programmi e le azioni che l'entità conta di realizzare in risposta alle condizioni future attese
5	<b>Sono identificati i key factor alla base delle assunzioni</b>	I key factors sono le variabili chiave da cui dipendono i risultati dell'azienda. Essi variano da impresa ad impresa e dipendono dal settore di attività. L'identificazione dei key factor presuppone normalmente la comprensione del modello di business, la dinamica competitiva, tecnologica e regolamentare.
6	<b>Le assunzioni alla base della previsione sono appropriate</b>	Le assunzioni più rilevanti debbono essere adeguatamente supportate. Il livello di supporto deve essere persuasivo. Vi possono essere casi in cui assunzioni alternative potrebbero definire range di variazione equiprobabili. Le assunzioni sono fra loro interrelate. Le assunzioni possono trovare supporto nella storia, nell'attività di benchmarking, nel consenso
7	<b>La previsione deve essere in grado di determinare gli effetti di variazioni delle assumption principali</b>	Nello sviluppare le assunzioni occorre acquisire consapevolezza dei loro effetti sui risultati previsti
8	<b>Il piano deve essere corredato da adeguata documentazione</b>	Il piano deve essere compreso e quindi debbono essere identificati i key factor, le assunzioni, le sensitivity
9	<b>Il processo di pianificazione prevede, quando appropriato, il confronto fra le previsioni precedenti ed i risultati effettivamente conseguiti</b>	Il piano, quando non siano intervenute discontinuità che facciano venire meno la rilevanza dell'analisi storica, deve fondarsi su un'analisi degli scostamenti fra previsioni e dati actual comprendendone le cause.
10	<b>Il processo di pianificazione dovrebbe coinvolgere i responsabili della sua attuazione</b>	Il piano prevede normalmente delle azioni che presuppongono la revisione e l'accettazione da parte responsabili dei risultati previsti e delle risorse assegnate per la loro realizzazione.

In ogni caso l’esperto deve considerare il rischio di (non) realizzare i risultati di piano quando stima il tasso di sconto. In particolare l’esperto deve valutare se i rischi sottostanti ai flussi di risultato prospettici sono catturati dal tasso di sconto.

L’esperto può trattare i rischi relativi all’informazione finanziaria prospettica sulla base di tre principali aggiustamenti, che consistono nell’aggiustare:

- a) in diminuzione i flussi di risultato prospettici, per considerare quei rischi che non sono catturati dal tasso di sconto. L'esperto deve fornire il rationale del perché gli aggiustamenti sono necessari, della metodologia utilizzata per l'aggiustamento, documentandone la natura e l'ammontare;
- b) in aumento il tasso di sconto per considerare quei rischi relativamente ai quali non è opportuno effettuare un aggiustamento ai flussi. L'esperto deve spiegare perché non è più appropriato modificare i flussi di risultato attesi, fornire il rationale della metodologia utilizzata per la stima dell'aggiustamento, documentandone il rationale;
- c) in diminuzione i flussi di risultato prospettici ed in aumento il tasso di sconto evitando di compiere duplicazioni.

## Cap. 2 - Processo da seguire nell'esame dell'informazione finanziaria prospettica

### 2.1 Introduzione

Come già indicato nel precedente capitolo, uno dei passaggi più rilevanti che un valutatore deve completare nello svolgimento di un incarico di "Valutazione" è quello della raccolta e apprezzamento della base informativa a sua disposizione, tipicamente contenuta nel piano industriale, al fine di poter esprimere un giudizio di adeguatezza, ragionevolezza e completezza su di essa (cfr. PIV 1.4.3). Per svolgere tale valutazione deve ricevere un piano industriale completo, corredato non solo dell'informazione di carattere quantitativo ma anche di quella riguardante il posizionamento competitivo, la sostenibilità del vantaggio competitivo, la strategia e il piano di azione strategico (*action plan*). Nel caso di società quotate, inoltre, è buona regola acquisire anche gli studi elaborati dagli analisti finanziari che "coprono" il titolo. Una volta completata tale analisi, l'esperto potrà apprezzare il profilo di rischio insito nel piano industriale ("*execution risk*") e quindi verificare se i dati prospettici sono basati su previsioni, proiezioni o su entrambi (caso maggiormente diffuso), in quanto ciò avrà un riflesso immediato nel calcolo del tasso di sconto da applicare (con o senza rischio specifico).

Di seguito sono descritte le analisi da svolgere.

### 2.2 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 inaccie 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 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 una ancora maggiore attenzione alle modalità con cui è costruito il piano ed alla bontà delle previsioni in esso contenute.

## 2.3 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 e 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 suo 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 e 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.

## 2.4 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.

## 2.5 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 commesse 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.

## 2.6 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 un fattore 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.

## 2.7. 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 dall'esperto 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 aggiudicatarie.

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.

## Cap. 3 Il giudizio di ragionevolezza dell'informazione finanziaria prospettica

### 3.1. I profili di rischio di una valutazione

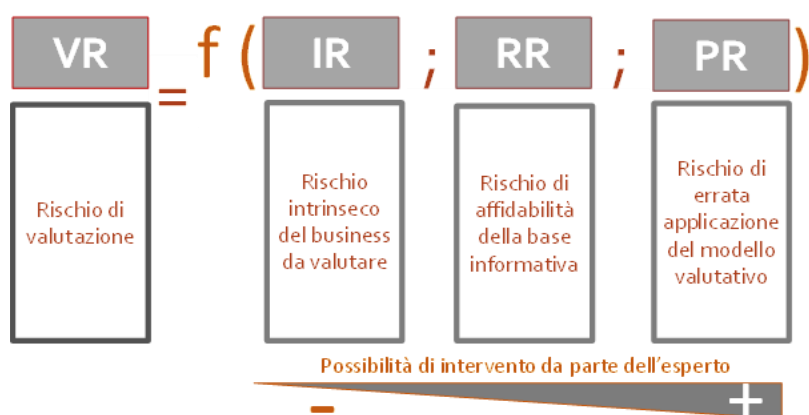
Nello svolgimento del proprio incarico l'esperto deve tener conto che il rischio di ogni valutazione è funzione di tre principali elementi:

- il rischio intrinseco (*inherent risk* = IR) del business da valutare: ad esempio, una start-up è più rischiosa di un'azienda matura;
- il rischio di affidabilità (*reliability risk* = RR) della base informativa che attiene alla ragionevolezza della informazione finanziaria prospettica;
- il rischio di errata applicazione del modello valutativo (*performance risk* = PR): ad esempio, la circostanza che il tasso di sconto non è coerente con i flussi oggetto di sconto.

L'esperto non ha la possibilità di intervenire su tutti e tre gli elementi allo stesso modo. In particolare per l'esperto:

- a) il rischio intrinseco del business è generalmente dato e su di esso non è possibile intervenire;
- b) il rischio di affidabilità della base informativa è solo parzialmente modificabile;
- c) il rischio di errata applicazione del modello valutativo è sotto il pieno controllo dell'esperto.

Lo schema riprodotto di seguito, riproduce questa impostazione.



Il giudizio sull'informazione finanziaria prospettica permette all'esperto di:

- a) comprendere meglio il rischio intrinseco del business, ad esempio le Società operanti in settori particolarmente competitivi sono caratterizzate da un rischio intrinseco del business maggiore (e di ciò evidentemente ne dovrà tenere conto nel valutare l'*execution risk* del piano);
- b) contenere il rischio di affidabilità della base informativa, intervenendo per completare o correggere o sfidare l'informazione prospettica: ad esempio, l'informazione prospettica può contenere degli errori – quali una errata stima del circolante o una sottostima dei *capex* che l'esperto può far correggere– oppure può risultare non adeguatamente spiegata – quando manca un esplicito riferimento alle variabili chiave (i cc.dd. predittori) che l'esperto può ricercare in un confronto con il management– oppure può risultare poco credibile – quando gli elementi contrari di fonte esterna raccolti dall'esperto sono più affidabili e/o rilevanti degli elementi corroborativi prodotti dal management;
- c) eliminare il rischio di errata applicazione del modello valutativo considerando ad esempio il rischio di *execution* di un piano fondato su proiezioni ed il rischio di scenario di un piano fondato su uno specifico scenario (non medio rappresentativo).

Di quanto appena detto, come si dirà nel prossimo paragrafo, l'esperto ne dovrà tenere conto al fine di esprimere il giudizio di ragionevolezza sul piano.

### 3.1. Piano parzialmente ragionevole e rimedi.

L'esame dell'informazione finanziaria prospettica (descritto al capitolo 2) 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 di ragionevolezza:

- 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 e potrà seguire l'approccio indicato nel successivo paragrafo.

### 3.2. 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).

### 3.3. Il caso delle piccole imprese

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 adottate vengano 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, riferite per chiarezza alla valutazione di un'azienda di ridotte dimensioni.

- 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: (1) la materiale disponibilità di informazioni rilevanti e (2) 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: (1) se l'azienda è in fase stazionaria, oppure in crescita, oppure di declino; (2) 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.

## Cap. 4. Dall'informazione finanziaria prospettica alla stima del valore

### 4.1. L'informazione finanziaria prospettica e la stima del valore terminale

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.

### 4.2. L'informazione finanziaria prospettica e le scelte dell'esperto in merito all'architettura dell'impianto valutativo.

Nel valutare la rilevanza dell'informazione finanziaria prospettica l'esperto deve comprendere la sensibilità del risultato della stima di valore alla imprecisione dell'informazione prospettica.

Questa circostanza è funzione di due principali elementi:

- a) la prospettiva (*asset side* o *equity side*) nell'applicazione dell'*income approach*. Questo aspetto assume particolare rilievo nel caso di valutazioni di imprese caratterizzate da elevati rapporti di indebitamento, quando si faccia uso di criteri di valutazione *asset side* che desumono il valore dell'*equity* per differenza fra il valore dell'attivo ed il valore del debito. Si pensi al caso di un'impresa finanziata all'80% con debito ed al 20% con *equity*. Una sopra o sottovalutazione dell'attivo del 10% comporta una variazione di valore dell'*equity* del 50%. L'effetto di amplificazione dell'errore impone all'esperto una maggiore attenzione



- all'informazione finanziaria prospettica. Il grado di approfondimento dell'analisi deve pertanto essere coerente con le scelte compiute dall'esperto ai fini della stima del valore:
- b) l'architettura dell'intero impianto valutativo. Se l'*income approach* costituisce nell'impianto valutativo un criterio di controllo, la verifica di ragionevolezza dell'informazione finanziaria prospettica può essere limitata agli elementi più rilevanti.

## Cap.5 Il percorso di analisi dell'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). Come si è richiamato nel precedente capitolo l'attenzione che deve essere riposta nell'analisi di ragionevolezza dell'informazione finanziaria prospettica è funzione anche della prospettiva di valutazione adottata nell'adozione dell'*income approach* (*asset side* o *equity side*) e delle scelte dell'esperto in merito all'architettura dell'impianto valutativo.

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

Dapprima l'esperto deve 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 redazione 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.

## Cap. 6. Domande e risposte relative a diversi profili di analisi

Di seguito è fornito un elenco di domande e di risposte relative a situazioni più frequenti che l'esperto di valutazione potrebbe incontrare e rispetto alle quali potrebbero sorgere dei dubbi in relazione al giudizio di ragionevolezza dell'informazione finanziaria prospettica in quanto è necessario considerare gli specifici fatti e circostanze.

- 1) **Finalità per la quale il piano è stato costruito:** *Il piano è stato costruito per finalità particolari (ad esempio per ottenere un finanziamento a lungo termine). Devo effettuare correzioni al piano ?*

La finalità per la quale è redatto il piano ne condiziona le modalità di formazione. Se il piano è stato costruito a supporto di una richiesta di finanziamento, l'esperto deve valutare se lo specifico obiettivo espone al rischio di "management bias". A questo fine l'esperto deve valutare se esistono evidenze di fattori di rischio che il piano non considera o alle quali attribuisce scarso peso, anche attraverso interviste al management condotte con adeguato scetticismo professionale. L'esperto dovrebbe farsi rilasciare dal management una *representation letter* che attesti che nessuna informazione rilevante a conoscenza del management che potrebbe modificare i risultati attesi è stata omessa nella formulazione del piano e nella documentazione fornita all'esperto. Nel caso in cui l'esperto, alla luce di queste analisi, valuti che esista un rischio di *management bias*, l'esperto deve correggere i flussi e/o il tasso di sconto.

- 2) **Soggetto responsabile del piano:** *Il piano è stato approvato dal Consiglio di Amministrazione, ma è stato predisposto da un consulente esterno per individuare le linee di azione strategica della società. Manca tuttavia una assegnazione di risorse ed obiettivi ai responsabili delle unità di business. Devo effettuare delle correzioni al piano ?*

L'assenza di un *action plan* comporta un rischio di *execution* del piano. Se l'individuazione di nuove linee strategiche comporta delle discontinuità rispetto al passato l'esperto deve considerare anche un rischio di scenario. La dimensione e la rilevanza dei rischi possono essere valutate dall'esperto sulla base di interviste al top management, al consulente, ai responsabili delle principali unità di business, condotte con adeguato scetticismo professionale.

- 3) **Orizzonte coperto da piano:** *Il piano copre un orizzonte di sette anni che coincide con la vita del principale investimento che l'impresa ha di recente realizzato. Il piano fornisce adeguati supporti e dettagli solo per il primo triennio. Dal quarto anno in poi le previsioni si fondano su una dinamica dei ricavi stimata sulla base di previsioni macroeconomiche e tassi di marginalità dei ricavi corrispondenti a quelli del terzo anno di previsione. Devo accorciare l'orizzonte di previsione esplicita considerando solo i primi tre anni?*

Non necessariamente. L'adozione di un *income approach* presuppone comunque la stima del valore terminale sulla base di condizioni che si prevede ci saranno oltre il periodo di previsione esplicita ed il livello di dettaglio di quelle previsioni non può essere analitico come nel periodo più ravvicinato. Tuttavia l'esperto deve valutare con attenzione se: (i) il tasso di crescita dei ricavi dall'anno 4 all'anno 7 è ragionevole tenuto conto del portafoglio prodotti della società, delle dinamiche competitive, della variazione di quote di mercato nel settore, ecc.; (ii) il piano negli anni da 4 a 7 formula previsioni ragionevoli con riguardo alla dinamica del capitale investito e se i tassi di redditività del capitale investito sono coerenti con lo scenario competitivo ed il vantaggio competitivo dell'azienda; (iii) se la relazione fra previsioni macroeconomiche e dinamica dei ricavi del passato può essere ancora valida nel futuro a medio termine. Se l'esperto giudica che tutti questi profili siano ragionevoli può far uso del piano a sette anni.

4) **Data di elaborazione del piano:** *L'azienda non formula piani in forma rolling, ma aggiorna le previsioni annuali sulla base di un budget. L'ultimo piano disponibile è stato redatto lo scorso anno e residuano due anni di vita del piano. L'azienda ha formulato per l'anno in corso un budget che riflette alcuni scostamenti negativi che si sono registrati fra il consuntivo dell'anno precedente ed il primo anno di piano. L'azienda non ritiene di dover aggiornare l'ultimo anno di piano ritenendo gli scostamenti di natura transitoria. Posso considerare ragionevole l'informazione prospettica (budget formulato di recente + ultimo anno di piano formulato l'anno precedente)?*

L'analisi che l'esperto deve compiere riguarda tre aspetti:

- a) se il budget riflette adeguatamente gli scostamenti registrati l'esercizio precedente fra piano e *actual*;
- b) se effettivamente gli scostamenti hanno natura transitoria e sono destinati ad essere riassorbiti;
- c) se si genera uno "scalino" fra la situazione patrimoniale alla fine del primo anno (fine budget) e l'ultimo anno di piano e come eliminare tale "scalino".

Se le analisi compiute dall'esperto fanno ritenere ragionevole il mantenimento delle previsioni del secondo anno di piano e la modalità di correzione dell'eventuale scalino patrimoniale l'esperto può concludere che l'informazione prospettica è ragionevole.

5) **Orizzonte temporale coperto dal piano:** *Che orizzonte temporale deve avere il piano industriale?*

L'orizzonte temporale del piano industriale dovrebbe essere almeno triennale.

Nel caso di società operanti in determinati settori (ad es. in generale i settori ciclici pluriennali e/o specifici quali biotecnologici), ovvero sulla base di convenzioni pubbliche di lungo termine in settori regolamentati (per esempio nel campo dei servizi di pubblica utilità quali trasporto, distribuzione e vendita di gas ed energia elettrica) o contratti di servizio di durata estesa o commesse pubbliche o privatistiche pluriennali (costruzioni infrastrutturali in campo civile, petrolifero o energetico, navali ecc.), ovvero nel caso di operazioni straordinarie e/o investimenti rilevanti i cui effetti si esplicano oltre l'orizzonte di piano, ed infine nel caso di *start-up* o *turnaround*, sarebbe opportuno estendere l'orizzonte di piano di ulteriori anni in modo tale da cogliere pienamente gli effetti delle operazioni di cui sopra. Occorre tuttavia considerare che l'allungamento dell'orizzonte temporale deve fondarsi su elementi corroborativi che giustifichino tale estensione e non rendano la previsione eccessivamente aleatoria.

Infine nei business altamente stagionali e nei casi di SBU appena costituite o che sono state oggetto di un rilevante processo di ristrutturazione, sarebbe opportuno fornire inoltre un particolare dettaglio del budget su base infrannuale (es trimestrale o mensile).

6) **Completezza del piano industriale:** *La società sviluppa un piano industriale molto analitico per quanto attiene alle voci di conto economico (ed i relativi drivers) e molto sintetico per le variazioni patrimoniali (il capitale circolante netto è stimato sulla base di una percentuale dei ricavi) e la dinamica delle immobilizzazioni è prevista sulla base dei soli investimenti di manutenzione. Il piano industriale può dirsi completo?*

Se la società opera in un business caratterizzato da una forte stabilità patrimoniale (impianti a vita protratta, condizioni di acquisto e di vendita stabili) e non presenta particolari tensioni finanziarie, il piano può essere definito completo.

7) **Coerenza del piano industriale:** *Il piano presenta dei profili di incoerenza in quanto prevede l'ingresso in nuove aree geografiche, ma non definisce le specifiche azioni organizzative con particolare riferimento alla funzione commerciale e marketing ed ai costi da sostenere. Devo ritenere l'informazione prospettica non ragionevole?*

Non necessariamente. L'esperto dovrebbe intervistare il management aziendale ed in particolare i responsabili commerciale e di marketing per chiarire i dubbi alle incoerenze riscontrate. Se l'esperto non riceve adeguati chiarimenti può, con l'ausilio della società sterilizzare gli effetti sul piano dell'ingresso in nuove aree geografiche. Qualora non sia possibile effettuare la sterilizzazione per via della eccessiva pervasività degli effetti, l'esperto può valutare se considerare il piano solo potenziale e scontare i flussi ad un adeguato rischio di *execution* che rifletta anche l'esperienza del management in altri mercati penetrati di recente ed i fattori di rischio specifici individuati.

- 8) **Sostenibilità finanziaria del piano industriale:** *L'ultimo esercizio presenta un rapporto PFN/Ebitda pari a 4,5 che nel corso del piano è mantenuto invariato. Nel settore operano molte società che operano in condizioni di tensione finanziaria, ma nello scorso esercizio è fallita una società molto nota. Posso considerare il piano finanziariamente sostenibile ?*

Innanzitutto l'esperto deve effettuare una verifica volta a stabilire se i fabbisogni di capitale circolante netto e di capitale immobilizzato sono stati correttamente pianificati. Occorre verificare le scadenze dei finanziamenti a medio e lungo termine e se alla data di scadenza dei debiti la società sarà in grado di rinnovare i finanziamenti, in relazione alla classe di rating alla quale potrebbe afferire considerato una stima di rating sintetico. Occorre inoltre considerare se esistono debiti commerciali scaduti e se esistono posizioni patologiche che hanno portato all'avvio di azioni giudiziali di recupero nei confronti della società, oltre che eventuali perdite su crediti. Sulla base degli esiti di questa analisi l'esperto deve confrontarsi con il direttore finanziario ed esprimere un giudizio sulla sostenibilità o meno del piano, anche in relazione a possibili scostamenti di misura normale.

- 9) **Analisi del contesto competitivo, del modello di business e dei vantaggi competitivi:** *Il piano non fornisce una descrizione accurata del modello di business e delle fonti di vantaggio competitivo. In alcune aree geografiche in cui opera la società è di recente entrato un concorrente francese che pratica politiche di prezzo molto aggressive. Il piano può essere giudicato ragionevole?*

L'esperto dovrebbe intervistare i principali manager per comprendere se le recenti dinamiche competitive possano mettere a rischio dati previsionali, con particolare riferimento ai tassi di crescita dei ricavi ed alla profittabilità stimata. Dalle interviste deve emergere una descrizione chiara del modello di business e delle fonti di vantaggio competitivo. Se le analisi compiute convincono l'esperto, sarà cura di quest'ultimo descrivere e analizzare il modello di business e le fonti di vantaggi competitivo e le ragioni per cui la minaccia del concorrente francese è stata adeguatamente riflessa nelle previsioni. Se invece le analisi compiute non convincono l'esperto, sarà necessario apportare delle riduzioni ai flussi di risultato attesi e/o un incremento del tasso di sconto.

- 10) **Assunzioni:** *Il piano non riporta le assunzioni relative ai principali key driver, ma solo la dinamica dei ricavi e dei costi scomposta per prezzi e quantità. Devo effettuare approfondimenti o la scomposizione per prezzi e quantità è sufficiente?*

La risposta è funzione del risultato dell'analisi fondamentale. Se l'impresa può dirsi stabilizzata, le informazioni sono sufficienti, ma se l'azienda è in crescita o in declino è necessario chiedere tutte le assunzioni alla base dei dati previsionali ivi comprese quelle relative ai volumi ed ai prezzi nei diversi mercati in cui opera l'azienda.

- 11) **Modello di pianificazione:** *Il piano è stato costruito bottom up per cliente/prodotto/area geografica ma manca un'indicazione del modello di planning adottato e dei predittori utilizzati. Nel piano si fa solo cenno all'esistenza di rapporti consolidati con i principali clienti, ma non vengono forniti dati a supporto (durata della relazione di clientela, % del fatturato generato negli ultimi esercizi dai clienti ricorrenti, ecc.). Quali rimedi devo adottare?*

Occorre richiedere evidenza dei predittori (ad es. *track record*, ciclo di vita delle relazioni di clientela, *churn rate* dei clienti per classi omogenee, ecc.) e dello stimatore (ovvero come i predittori sono stati trasformati in previsioni di flussi di ricavo). Occorre disporre dei dati a supporto dell'esistenza di un parco clienti ricorrente. Occorre intervistare il responsabile del piano per comprendere il modello di pianificazione adottato.

12) **Relazioni infragruppo:** *Quali accortezze deve adottare l'esperto, qualora una parte rilevante dei ricavi sia generata da una società controllante o collegata?*

Qualora una parte rilevante del fatturato e/o dei costi sia originata da una relazione commerciale con una società controllante e/o collegata, l'esperto deve attentamente analizzare la corporate *governance*, valutare il grado di dipendenza dalla controllante/collegata, il piano di sviluppo commerciale "*captive*" verso la componente "*non captive*", verificare i contratti commerciali in essere con particolare riferimento ai prezzi di mercato (*transfer pricing*) e in generale che le condizioni contrattuali rispondano a criteri competitivi e siano concluse in maniera c.d. *at arm's length* scongiurando conflitti di interesse, nonché i termini di incasso/pagamento rispetto a quelli medi applicati dal settore. L'analisi deve permettere anche di comprendere la commerciabilità del prodotto al di fuori del gruppo.

L'esperto, nel caso di criticità, dovrebbe applicare un tasso di sconto incrementale per considerare il diverso grado di rischiosità delle *operations* con la società controllante/collegate.

13) **Piano di start-up:** *Nel caso di un'impresa in fase di start-up quali fattori possono conferire maggiore ragionevolezza alle assumption utilizzate?*

Qualora il piano si basi essenzialmente su proiezioni a causa della mancanza di una storia operativa, è necessario analizzare se esistono basi ragionevolmente obiettive tratte dall'analisi delle società comparabili e/o da fonti di previsione esterna. Stante l'impossibilità di condurre un'analisi fondata su dati storici risulta fondamentale l'esperienza e le competenze delle prime linee manageriali ed eventualmente dei consulenti esterni che possono conferire un maggiore grado di ragionevolezza alle *assumption* utilizzate.

14) **Shock esogeni:** *In che modo deve essere integrato un piano industriale qualora nel breve termine si siano verificati degli shock esogeni in grado di produrre degli scostamenti anche rilevanti sui risultati della società (e.g. modifiche regolamentari)?*

Occorre comprendere l'esatta natura (sistematica o non sistematica), nonché la portata dello shock così come analizzare approfonditamente l'impatto sulla società. Occorre valutare un possibile riallineamento dei target lungo tutto l'arco temporale, considerando inoltre, alla luce delle evidenze sopraggiunte, la possibilità di riaggiornare ulteriormente tali valori. In tal senso si considerino le eventuali modalità in cui integrare il piano, incorporando una maggiore componente di rischio, tramite la riduzione dell'ammontare dei flussi o l'incremento del tasso di sconto.

15) **Analisi competitiva:** *In che modo è possibile analizzare il contesto competitivo di una società che non abbia competitors operanti in tutti gli stessi segmenti?*

L'esperto deve comprendere, in particolare tramite incontri con il management, il modello di business di ciascuna *business unit* e in che modo differisce dai *competitor*. In modo particolare deve verificare la coerenza tra le previsioni di crescita della società e quelle dei mercati di riferimento e la conseguente evoluzione delle quote di mercato.

**16) Espansioni su maggiori aree geografiche:** *Il piano industriale di una società in fase di espansione in diverse aree geografiche prevede assumptions specifiche?*

Quando la strategia di crescita di una società è basata in prevalenza sull'ingresso in nuove aree geografiche, anche in Paesi in via di sviluppo, l'esperto deve verificare che il piano incorpori assunzioni specifiche. In particolare deve essere effettuata un'analisi dettagliata del contesto competitivo e del relativo posizionamento del Gruppo, della strategia e delle relative azioni per ciascuna geografia di riferimento. Le proiezioni di CE, SP e CF devono tenere in considerazione i rischi Paese associati, anche con riferimento alle possibili ricadute in termini di rapporti tra i tassi di cambio con le valute locali, e i costi di set-up e l'esperto deve valutare l'adeguatezza dei relativi scenari di *sensitivity*.

**17) Aggiornamento del piano:** *Quali attenzioni vanno dedicate all'aggiornamento di un piano industriale?*

L'esperto chiamato a valutare un piano costruito 6/9 mesi prima deve verificare l'adeguatezza dell'aggiornamento delle assunzioni, in particolare alla luce delle performance infra-annuali registrate. Talvolta l'analisi del *current trading* può rivelarsi particolarmente complessa e laboriosa, alla luce per esempio di modalità di clusterizzazione dei clienti per fatturato annuo che comporterebbe una continua modifica della struttura della top line.

## Cap. 7 Esempi illustrativi

Di seguito sono illustrati sotto forma di schede quattro esempi illustrativi che fanno riferimento a tre principali fattispecie:

1. Piano pienamente ragionevole;
2. Piano parzialmente ragionevole che richiede l'adozione di rimedi;
3. Piano non ragionevole
4. Piano di una start-up



1. Piano pienamente ragionevole

<b>1. Gruppo di medie dimensioni mono business che formula un piano a fini dell'ottenimento di un finanziamento bancario</b>			
<b>Analisi da svolgere</b>	<b>Caratteristiche</b>	<b>Note</b>	<b>Analisi da svolgere/punti di attenzione</b>
<b>Finalità per le quali il piano è stato costruito</b>	Ai fini dell'ottenimento di un finanziamento bancario a supporto della strategia di investimenti oggetto di attuazione da parte di alcune società del gruppo	Il piano contempla diversi scenari con riferimento all'andamento di alcune variabili macroeconomiche e con riferimento alla mancata attuazione di alcune iniziative di riduzione dei costi previste negli anni di piano	Occorre verificare la qualità del processo di pianificazione aziendale (con riferimento al confronto dati actual e previsionali)
<b>Responsabili del piano</b>	Consiglio di Amministrazione della capogruppo e approvato dalla singole società del gruppo	Il piano è stato formulato da un consulente esterno con il supporto della Divisione Pianificazione Aziendale e sulla base delle risultanze della Due Diligence tecnica condotta sugli impianti da un Advisor. Il piano è stato approvato dal CdA del gruppo	Occorre comprendere l'esistenza di meccanismi di sistemi premianti per il management

<b>Orizzonte coperto e data di elaborazione</b>	Piano costruito su un orizzonte di dieci anni. Il piano è costruito sulla base dei dati macroeconomici aggiornati e riflette i dati consuntivi registrati con riferimento alla chiusura del bilancio	L'orizzonte di pianificazione coincide con l'orizzonte di ripagamento del finanziamento bancario	Occorre verificare la presenza di scostamenti tra dati consuntivi e dati prospettici e verificare il grado di incertezza nella stima di flussi nel medio/lungo termine in considerazione della tipologia di attività svolta dalle società
<b>Completezza del Piano Industriale</b>	Piano completo in termini di CE, SP e flussi di cassa. Disponibile action plan con timeline degli investimenti da implementare e assumption book	Il piano è stato costruito sulla base delle ipotesi di produzione elaborate per ciascun impianto sulla base delle risultanze della Due Diligence tecnica.	Occorre analizzare l'action plan con le principali azioni strategiche e prendere visione della DD al fine di verificare la coerenza tra le ipotesi formulate e la DD condotta
<b>Coerenza del Piano Industriale</b>	Non sussiste difficoltà nelle previsioni di lungo termine in considerazione dell'attività svolta dalle società	L'attività svolta consente alle società di prevedere in maniera stabile una parte consistente dei flussi generati in virtù di meccanismi di incentivazione alla produzione	Occorre analizzare la coerenza tra l'action plan e la timeline degli investimenti elaborata. Inoltre è necessario verificare le analisi condotte in merito alla stima degli investimenti con particolare riferimento alla coerenza tra gli investimenti previsti e l'incremento di produzione da essi derivante facendo un confronto con benchmark di settore

<b>Sostenibilità finanziaria del Piano Industriale</b>	Il piano è stato formulato ai fini dell'ottenimento del finanziamento bancario	Il piano è volto a identificare i flussi destinati al soddisfacimento delle obbligazioni derivanti dal finanziamento bancario	Occorre valutare la disponibilità di flussi operativi nei diversi scenari formulati. Valutare la necessità di formulare ulteriori scenari rispetto a quanto previsto dal management
<b>Analisi del contesto competitivo, del modello di business e dei vantaggi competitivi</b>	L'impresa ha un solido posizionamento competitivo sul mercato	Le ipotesi di mercato sono state formulate sulla base delle condizioni sottostanti i contratti in essere con ipotesi di saving in considerazione di una rivisitazione di alcune condizioni contrattuali	Occorre condurre interviste al management al fine di comprendere: 1) la coerenza tra il business model riflesso nel piano e la normativa di riferimento del settore; 2) le ipotesi formulate in merito alla domanda di mercato nelle diverse aree di riferimento e ai driver che ne potrebbero influenzare il trend negli anni di piano
<b>Assumption</b>	Il piano si basa su ipotesi di produzione formulate con riferimento a ciascun impianto	La principale fonte di incertezza riguarda le ipotesi di produzione e la timeline degli investimenti da attuare	Occorre comprendere la coerenza tra le ipotesi di produzione formulate ed il trend storico osservato, con particolare riferimento alla realizzabilità delle ipotesi di saving di costo formulate. Inoltre è necessario che la strategia di investimento e il gain di produzione sia in linea con il mercato
<b>Modello di pianificazione (top-down, bottom-up, per commessa)</b>	Il piano è costruito per singolo impianto secondo un approccio bottom-up	Sufficiente documentazione a supporto delle ipotesi formulate.	Occorre comprendere il coinvolgimento delle funzioni di pianificazione e delle funzioni commerciali nelle ipotesi formulate per singolo impianto
<b>CONCLUSIONI</b>	<b>Il piano riflette diversi scenari consentendo dunque di identificare in maniera puntuale i flussi generati al verificarsi di una diversa evoluzione delle principali variabili. Il piano inoltre si basa su una quantitativo sufficiente di documentazione ed è stato elaborato sulla base di ipotesi tecniche formulate con l'ausilio di advisor tecnici.</b>		

2. Piano parzialmente ragionevole

<b>2. Società industriale di piccole/medie dimensioni che vende diversi prodotti in diverse aree geografiche tramite un unico canale distributivo</b>			
<b>Analisi da svolgere</b>	<b>Caratteristiche</b>	<b>Note</b>	<b>Analisi da svolgere/punti di attenzione</b>
<b>Finalità per le quali il piano è stato costruito</b>	Piano manageriale per guidare la società nel percorso strategico prescelto che è ritenuto il piano più probabile date le condizioni macroeconomiche attese	Il piano non esprime i flussi medi attesi. Si fonda su un unico scenario definito dal management. Flussi conditional.	La presenza di un unico scenario espone al rischio di management bias. Occorre analizzare attentamente l'execution risk insito nel piano e valutare se eventualmente accrescere il tasso di sconto al fine di coprire il "rischio scenario" o correggere in diminuzione i flussi di risultato.
<b>Responsabili del piano</b>	Il Consiglio di Amministrazione. Il processo di planning è coordinato dal Direttore AFC con l'ausilio di un consulente esterno e coinvolge la prima linea manageriale (direttore produzione e direttore commerciale)	Sono coinvolti nel processo di planning i direttori di funzione ma non la seconda linea manageriale	il processo di planning è carente nel mancato coinvolgimento di soggetti alle dirette dipendenze della prima linea manageriale con il rischio di una loro minore responsabilizzazione . Verificare l'esistenza di un sistema premiante agganciato ai target di piano
<b>Orizzonte coperto e data di elaborazione</b>	Piano triennale rolling, con il primo anno tratto dal budget	Il piano contiene dati previsionali aggiornati e rivisti anche alla luce dell'andamento del primo esercizio in corso	Occorre verificare da quanti anni la società redige il piano triennale rolling e analizzare le cause di scostamenti rispetto alla versione precedente del piano.

<b>Completezza</b>	Piano contiene un'analisi dello scenario di mercato, la strategia, l'action plan oltre che gli schemi di CE, SP, flussi di cassa	Il piano è impostato per le dimensioni di analisi prodotto/aree geografiche	Il piano ha un buon grado di completezza considerando anche le dimensioni aziendali, ma occorre un'analisi dei principali competitor ed esplicitare i key driver, L'action plan è sufficientemente strutturato e evidenzia che l'azienda ha le risorse organizzative e finanziarie per poter raggiungere i risultati prospettici nei tempi prestabiliti. La società ha un livello di indebitamento finanziario non critico che sulla base dei dati prospettici futuri evidenzia che non dovrebbe avere tensioni finanziarie. Sarebbe però opportuno integrare il piano con uno stress test in caso di worst case.
<b>Coerenza del piano industriale</b>	Gli scostamenti rispetto alla precedente versione del piano sono spiegabili principalmente in base a ritardi nello start-up di una nuova area produttiva adiacente allo stabilimento originario, dovuto ad alcuni fornitori di impianti ed a condizioni macroeconomiche diverse dalle previsioni in un importante mercato di sbocco.	Il nuovo piano ha tenuto conto della ritardata partenza della nuova area produttiva e ha poi adeguato le previsioni in base alle aspettative macroeconomiche aggiornate nel Paese ove si era verificato lo scostamento.	Le sezioni del piano industriale presentano un buon grado di coerenza. Da approfondire il collegamento con i key driver non esplicitati.
<b>Sostenibilità finanziaria del Piano Industriale</b>	Il piano contiene schemi di stato patrimoniale e	Viene richiesto un prospetto degli affidamenti e di	Viene effettuato dall'esperto una analisi di sensibilità sulla sostenibilità finanziaria in caso di necessità finanziarie

	rendiconto finanziario ma non evidenzia il grado di elasticità finanziaria in caso di maggiori fabbisogni finanziari in caso di variabilità delle variabili chiave meno controllabili.	eventuali garanzie prestate dai soci.	incrementali (anche per esigenze di circolante operativo) nonché di cessazione di garanzie dei soci.
<b>Analisi del contesto competitivo, del modello di business e dei vantaggi competitivi</b>	Il piano contiene un'analisi del settore di riferimento con riguardo ai clienti attuali e potenziali ma è carente nell'analisi del quadro competitivo.	Il piano contiene una descrizione accurata del modello di business e delle fonti del vantaggio competitivo, ma è carente nell'analisi dei competitor e di come possano erodere i vantaggi competitivi.	Occorre intervistare i principali manager per comprendere se sono in corso dinamiche competitive non descritte nel piano che potrebbero mettere a rischio i dati previsionali e chiedere un approfondimento sui principali competitor.
<b>Assumption</b>	Nel piano non sono esplicitati i key drivers.	La crescita del fatturato dei nuovi prodotti fabbricati nella nuova area dello stabilimento derivano da una previsione di raggiungimento di quote di mercato.	Occorre chiedere che siano esplicitate le assumption sui key driver alla base dei principali dati previsionali, comprese quelle sull'evoluzione di prezzi e volumi nei diversi mercati di sbocco e di approvvigionamento delle materie prime più rilevanti. L'analisi dovrà permettere di valutare quanto si basi su previsioni e/o proiezioni e dovranno essere soprattutto approfondite le vendite dei nuovi prodotti.

		<p>Per altre linee di prodotto si basa su tassi di crescita attesi considerando l'andamento previsto del settore. I costi variabili sono in costanza con la loro incidenza passata o, per nuovi prodotti, in funzione dei costi standard attesi.</p>	
<p><b>Modello di pianificazione</b></p>	<p>Piano costruito bottom-up per cliente/prodotto/area geografica . E' descritto il modello di pianificazione. Nel piano sono presenti previsioni macroeconomiche allineate al consenso, dati sui volumi e prezzi per prodotto/area geografica</p>	<p>La società è in grado di fornire dettagli sul processo di pianificazione, ma mancano dettagli alla base dei principali key value driver esplicitati. . Il piano è caratterizzato da alcune strategie in termini di prodotto/area geografica in "continuità" con il</p>	<p>Al fine di valutare l'execution risk del Piano occorre richiedere un Action Plan maggiormente dettagliato con riferimento alle Strategie "in discontinuità" (lancio di prodotti esistenti in nuove aree geografiche e lancio di nuovi prodotti).Occorre richiedere degli approfondimenti sulle assumption alla base delle vendite di nuovi prodotti e sulle vendite di prodotti esistenti in nuove aree geografiche e sui key value driver non esplicitati.</p>

	passato ed altre in "discontinuità"
CONCLUSIONI	<p>L'esperto ritiene che il piano necessiti di essere completato in alcuni elementi rilevanti per poter esprimere un giudizio di adeguatezza, ragionevolezza e completezza . in particolare si richiede di integrarlo con la analisi dei principali competitor e l'esplicitazione dei key driver. Al fine di analizzare l'execution risk insito nel piano industriale si ritiene opportuno intervistare il top management al fine di comprendere meglio la realizzabilità delle azioni strategiche in discontinuità con il passato e quelle per lo sviluppo dei nuovi prodotti e se esistono dinamiche competitive in corso che possano mettere a rischio la realizzabilità nei termini previsti dei target finanziari o richiedere investimenti incrementali.</p> <p>Il piano non esprime i flussi medi attesi. Si fonda su un unico scenario definito dal management.</p> <p>L'analisi effettuata sulla sostenibilità finanziaria ha evidenziato l'opportunità di uno stress test per valutare la sostenibilità finanziaria in uno scenario di worst case. I dati finanziari prospettici sono rappresentati solo in parte da previsioni, mentre sono presenti delle proiezioni soprattutto con riferimento alle strategie discontinue rispetto al passato.</p> <p>Una volta completate le azioni precedenti, valutare l'execution risk insito nel piano industriale, definire il tasso di sconto maggiormente adeguato al contesto e in particolare se maggiorarlo di un premio per il rischio specifico di scenario e di execution, considerata anche la maggiore rischiosità delle azioni in discontinuità, non facilmente separabili per una valutazione con un tasso specifico.</p> <p>.</p>



### 3. Piano non ragionevole

<b>3. Società industriale di piccole dimensioni, a ristretta base societaria (famiglia), con una propria "storia", mono-SBU che vende diversi prodotti in diverse aree geografiche tramite unico canale distributivo. Dipendenza dalla figura dell'imprenditore e da poche figure chiave. Stretto legame tra famiglia e impresa. Struttura organizzativa semplice con presenza di organo di controllo esterno. Dipendenza da clienti e da un fornitore strategico</b>			
Analisi da svolgere	Caratteristiche	Note	Analisi da svolgere/punti di attenzione
<b>Finalità per le quali il piano è stato costruito</b>	Piano elaborato perché richiesto dalle banche per l'erogazione di finanziamenti	Il piano non esprime i flussi medi attesi. Si fonda su un unico scenario definito dall'organo amministrativo/proprietà. Flussi conditional.	La presenza di un unico scenario espone al rischio di management bias. Occorre maggiorare il tasso di sconto per tener conto del rischio "scenario". Inoltre è assente un processo strutturato di pianificazione strategica a medio termine che comporta una maggiore attenzione e approfondimento della costruzione dell'informazione prospettica
<b>Responsabili del piano</b>	Il processo di planning è coordinato dal direttore amministrativo coadiuvato dall'Amministratore Unico (socio di maggioranza), dalla funzione commerciale. Supporto di un consulente esterno per la modellizzazione in excel, in particolare della sezione	I responsabili del processo di planning sono l'Amministratore Unico (socio di maggioranza) e il direttore amministrativo. Sono coinvolti anche il direttore commerciale. Salvo investimenti programmati rilevanti e "straordinari", la previsione patrimoniale e finanziaria viene per lo più effettuata dal consulente esterno su base storica	La società non ha un vero processo di planning strutturale di medio periodo. Non ha mai elaborato un piano industriale. Ha da diversi anni adottato una procedura di budget, limitatamente alla dimensione economica che coinvolge, oltre che l'Amministratore Unico, la funzione amministrativa e la funzione commerciale. Al processo di planning non partecipano ulteriori responsabili aziendali (come ad esempio il direttore acquisti e il direttore di produzione), Vi è il supporto del consulente esterno. Non vengono forniti dalla Società supporti di fonte terza sull'andamento atteso del mercato di riferimento

	patrimoniale e finanziaria		
<b>Orizzonte coperto e data di elaborazione</b>	Piano triennale, con il primo anno coincidente con il budget	Il piano triennale è stato predisposto a marzo assieme al budget del primo esercizio	La struttura organizzativa è molto snella e semplice e non permette di avere l'aggiornamento tempestivo delle informazioni economico-finanziarie della società
<b>Completezza del Piano Industriale</b>	Il Piano si presenta piuttosto sintetico (poche pagine), contiene un'analisi sintetica del contesto competitivo data la forte dipendenza da clienti e fornitore strategico, una sezione dedicata alle principali strategie oltre lo schema sintetico del CE del SP e flussi di cassa. Manca l'action plan, la sezione dedicata al modello di business, alle assumption alla base dei dati prospettici e al modello di planning adottato	Il piano ha carattere inerziale presenta per lo più numeri costanti di fatturato e marginalità rispetto all'ultimo esercizio chiuso. Si segnala che l'ultimo esercizio, rispetto a quelli precedenti, ha raggiunto livelli di fatturato e marginalità in forte discontinuità con il passato (incremento significativo del fatturato e della marginalità operativa). La dimensione patrimoniale e finanziaria è stata sviluppata assieme al consulente esterno sulla base dell'informazione storica	Il piano non ha un grado di completezza soddisfacente non essendo presenti alcune parti fondamentali necessarie per comprendere il mantenimento dei livelli futuri di fatturato e marginalità dell'ultimo esercizio in forte discontinuità con il passato
<b>Coerenza del Piano Industriale</b>	Il Piano presenta dei profili di incoerenza rispetto ai risultati storici		Le sezioni del piano industriale non sono coerenti soprattutto nello sviluppo della dimensione patrimoniale e finanziaria effettuata utilizzando solo l'informazione storica e non considerando, invece, le

			nuove dinamiche del fatturato e della marginalità in forte discontinuità con il passato
<b>Sostenibilità finanziaria del Piano Industriale</b>	La dimensione economica è molto approfondita mentre risulta essere poco dettagliata la dimensione finanziaria e patrimoniale	La dipendenza da clienti e fornitori strategici influenza significativamente la gestione del CCN. Debole potere contrattuale. Sono presenti dei finanziamenti soci.	Non è possibile verificare la sostenibilità finanziaria a causa dell'utilizzo solo dell'informazione storica ritenuta non coerente con le nuove dinamiche aziendali
<b>Analisi del contesto competitivo, del modello di business e dei vantaggi competitivi</b>	L'analisi del contesto competitivo è appena abbozzata con indicazione dei principali concorrenti (analisi andamento fatturato e marginalità ultimi 3 anni) Analisi solvibilità clienti e fornitori strategici. Manca una descrizione del modello di business e dei vantaggi competitivi	Le ipotesi di tenuta del fatturato nei prossimi esercizi richiedono un'analisi della sostenibilità dei vantaggi competitivi considerata la forte discontinuità dell'ultimo esercizio con il passato	La limitata analisi dei competitor e l'assenza di ulteriori informazioni sul modello di business e dei vantaggi competitivi rende carente tale sezione. Non si comprende come l'azienda riesca a mantenere livelli di fatturato e marginalità simili a quelli dell'ultimo esercizio mai raggiunti in passato
<b>Assumption</b>	Nel documento mancano tutte le assumption sui principali key value driver.	Nell'ultimo triennio il fatturato presenta un andamento altalenante come anche la marginalità.	Non sono state indicate le principali assunzioni, nemmeno quelle economiche, che rendono il piano non adeguato

<p><b>Modello di pianificazione (top-down, bottom-up, per commessa)</b></p>	<p>Piano costruito top-down per cliente/prodotto/area geografica</p>	<p>La società è in grado di fornire dettagli sul processo di pianificazione economica, ma non le assumption relative ai principali key value driver. Il piano contiene solo dati su volumi e prezzi dei diversi prodotti nelle diverse aree geografiche. Il piano è caratterizzato da alcune strategie in termini di prodotto/area geografica in alcuni casi in "discontinuità" con il passato in relazione all'aumento di volumi di alcuni prodotti</p>	<p>Non sono state indicati i key value driver relativi ad alcune strategie di vendita in forte discontinuità con il passato.</p>
<p><b>CONCLUSIONI</b></p>		<p><b>L'esperto ritiene il piano carente e dunque non è in grado di esprimere un giudizio di adeguatezza, ragionevolezza e completezza.</b></p>	

4. Piano di una start-up

4. Società finanziaria di medie dimensioni in fase di start-up che formula un piano con finalità di sviluppo del business			
Analisi da svolgere	Caratteristiche	Note	Analisi da svolgere/punti di attenzione
<b>Finalità per le quali il piano è stato costruito</b>	Il piano è stato elaborato per guidare la società nel percorso strategico prescelto.	Il piano è stato elaborato tenendo in considerazione numerose variabili. Tuttavia l'unicità di business model e l'assenza di storia operativa espongono il piano ad un elevato rischio di execution.	Stante la natura di start-up della società è necessario tenere conto dell'elevato rischio di execution.
<b>Responsabili del piano</b>	Consiglio di Amministrazione della società. Il processo di planning coinvolge la prima e la seconda linea manageriale ed è coadiuvato da un advisor esterno.	Il piano esprime la volontà strategica dell'impresa di operare secondo specifiche Business unit ed intraprendere determinate azioni.	Occorre comprendere l'expertise dell'advisor esterno e delle prime linee manageriali, nonché la capacità del management di supervisionare l'attuazione dello stesso.
<b>Orizzonte coperto e data di elaborazione</b>	Piano redatto su di un orizzonte temporale di medio-lungo termine (6anni). Dopo alcuni mesi è stato formulato un aggiornamento del piano e un nuovo budget che	I flussi dei singoli anni sono stati rivisti alla luce della modifica regolamentare. I target dell'ultimo anno di piano restano sostanzialmente	Occorre verificare l'esatta natura (sistematica o non sistematica) degli scostamenti. Occorre effettuare e valutare il riallineamento dei target lungo tutto l'arco temporale, considerando inoltre, alla luce delle evidenze sopraggiunte, la necessita di riaggiornare ulteriormente tali valori.

	recepiscono una modifica regolamentare e le performance dei primi mesi del piano originario.	allineati al piano originario.	
<b>Completezza del Piano Industriale</b>	Il piano è molto dettagliato ed include stime/previsioni/proiezioni su tutte le voci di CE e SP, partendo da un'approfondita analisi di ciascuna linea di business. Il piano è accompagnato da una descrizione delle azioni manageriali pianificate lungo l'intero arco temporale considerato.	Il piano si fonda su specifici key drivers ed ipotesi sottese. Si considera lo scenario più probabile sulla base di un'assunzione ipotetica ma vengono stimati ulteriori possibili scenari diversi rispetto al più probabile.	Si rende necessario valutare la capacità del management di presidiare l'execution del piano. Occorre identificare la sostenibilità delle attività di investimento, individuando le opportune modalità di copertura e il connesso costo di finanziamento. Occorre verificare con il management quali siano le prospettive delle BU oltre il periodo di previsione esplicita.
<b>Coerenza del Piano Industriale</b>	Una modifica regolamentare avvenuta pochi mesi dopo la redazione del primo piano ha reso necessario redigere un aggiornamento dello stesso. Gli scostamenti rispetto al primo anno del piano originario sono spiegati da condizioni prevalentemente strutturali. Le modifiche introdotte hanno prodotto un impatto, sebbene non sostanziale, sui target	Tutte le sezioni del piano industriale sono coerenti tra di loro. L'action plan è ben strutturato e dimostra che l'azienda ha tutte le risorse organizzative per poter raggiungere i risultati prospettici nei tempi prestabiliti. Le modifiche introdotte dalla revisione regolamentare hanno prodotto un impatto, valutato non sostanziale, sui target dell'intero arco temporale. Si evince però	L'esperto deve analizzare in modo approfondito e più dettagliato i numerosi fattori di rischio legati alla realizzazione dell'intero piano, considerando primariamente la natura di start-up della società e le ulteriori possibili modifiche regolamentari. Appare necessario valutare se i flussi del piano originario incorporano già questa tipologia di rischio e pertanto valutare se correggere in diminuzione i flussi di risultato o se accrescere il tasso di sconto, in modo particolare per scontare il rischio di execution.

	dell'intero arco temporale. Gli scostamenti negativi rispetto al primo anno di piano sono riflessi nel nuovo budget. Le previsioni macroeconomiche sono rimaste inalterate rispetto alle previsioni originarie.	un rischio di realizzabilità del piano e di sovrastima della profittabilità qualora emergessero ulteriori modifiche regolamentari, un'errata pianificazione delle azioni del management o una variazione nello scenario macroeconomico e competitivo.	
<b>Sostenibilità finanziaria del Piano Industriale</b>	Non esiste una verifica formale della sostenibilità finanziaria del piano ma la struttura patrimoniale di partenza rispetta i requisiti imposti dalle autorità competenti.	Il piano presenta un miglioramento esponenziale di risultati lungo l'arco temporale considerato. Il sesto anno rappresenta la situazione a regime.	Occorre comprendere al meglio, tramite sessioni di incontro con il management e con l'advisor, il business model della società e i suoi punti di forza, nonché approfondire i tassi di crescita e la profittabilità stimata.
<b>Analisi del contesto competitivo, del modello di business e dei vantaggi competitivi</b>	Le previsioni macroeconomiche sono allineate al consenso. Ma stante la singolarità del business model di ciascuna BU non è possibile proporre un'adeguata analisi competitiva.	Il piano è incentrato sui risultati attesi delle azioni già intraprese e da intraprendere. Tuttavia il budget ha mostrato degli scostamenti rispetto ai dati actual. Difficile analizzare un contesto competitivo per ciascuna area di business vista l'unicità di business model.	L'esperto deve comprendere, tramite incontri con il management, il modello di business di ciascuna BU e soprattutto perché questo differisce dai competitors. In modo particolare deve verificare la coerenza tra le previsioni di crescita della società e quelle dei mercati di riferimento.

<p><b>Assumption</b></p>	<p>La dinamica dei ricavi e dei costi si fonda su assunzioni del management complete, che tuttavia non possono trovare un ragionevole supporto nella dinamica storica, data l'assenza di storia operativa, e nelle previsioni macroeconomiche o contesto competitivo. Le proiezioni sono prevalentemente legate ai piani di sviluppo identificati dal management.</p>	<p>Le assunzioni hanno una base prevalentemente soggettiva, basata sull'esperienza del management e dell'advisor, più che dati storici. Occorre dunque analizzare approfonditamente la ragionevolezza delle assunzioni relative alle condizioni future.</p>	<p>Verificare se il piano è 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 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'esperto deve focalizzare la sua attenzione su quali sono i predittori utilizzati dalla società per ognuna delle SBU ovvero quali evidenze sono state considerate al fine di proiettare i dati prospettici (portafoglio 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 sulla base del quale è formulata la previsione.</p>
<p><b>Modello di pianificazione (top-down, bottom-up, per commessa)</b></p>	<p>Il Piano è costruito bottom-up per l'anno di budget e top-down per gli anni successivi.</p>	<p>Il piano è costruito per sviluppare strategicamente ogni BU.</p>	<p>Occorre verificare se nel piano sia stato correttamente individuato il reale mercato di riferimento dell'azienda e se sono stati identificati studi di istituti di ricerca in grado di avallare, almeno parzialmente, l'andamento delle singole aree di attività e la coerenza delle assunzioni del piano con quest'ultime.</p>



## CONCLUSIONI

Il piano si fonda su molte proiezioni a causa della mancanza di una storia operativa, tuttavia il track record del management e del consulente esterno conferiscono un ampio grado di ragionevolezza alle assumption utilizzate. Ai fini della valutazione è essenziale: 1) effettuare interviste al management e al consulente esterno; 2) richiedere l'esplicitazione dei key drivers; 4) comprendere con precisione le assumption effettuate; 5) valutare se procedere a rettificare in diminuzione i flussi o se applicare un premio per il rischio di execution, considerata la natura di start-up della società.