



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

**Corso di Laurea Magistrale**

**in Economia e Finanza**

(ordinamento ex D.M. 270/2004)

**Tesi di Laurea**

**La valutazione delle piccole e medie imprese:  
la fattibilità dei piani e l'execution risk.**

**Relatore**

Ch. Prof. Massimo Buongiorno

**Laureanda**

Elisa Bortoluzzi

856968

**Anno accademico**

2019/2020



Alla mia famiglia e alle persone  
a me vicine che mi hanno sostenuta  
lungo tutto il mio percorso di studi.



# Indice

Introduzione .....	1
Capitolo I: Il CAPM applicato alle PMI .....	5
1.1. Criteri di valutazione .....	5
1.2. Le caratteristiche delle piccole e medie imprese .....	10
1.3. Le proposte della letteratura .....	13
1.3.1. Build up models.....	13
1.3.2. La tesi di Damodaran.....	19
1.3.3. L'informazione finanziaria prospettica.....	26
Capitolo II: La fattibilità dei piani strategici .....	33
2.1. "Previsione efficiente" .....	33
2.2. La base informativa e l'analisi fondamentale .....	37
2.2.1. L'analisi strategica .....	37
2.2.2. L'analisi storica .....	40
2.2.3. Informazione patrimoniale.....	41
2.2.4. Piani pluriennali.....	42
2.3. Analisi della sostenibilità e affidabilità dei piani .....	43
2.4. I principi di attestazione dei piani di risanamento .....	53
2.4.1. Verifica sulla veridicità dei dati aziendali .....	54
2.4.2. Verifica sulla fattibilità del piano.....	57
2.4.3. Giudizio di fattibilità: i principi di revisione internazionali.....	59
2.5. Il giudizio di fattibilità e l'execution risk.....	65
Capitolo III: Piani strategici e scostamenti .....	67
3.1. Il campione .....	70
3.2. Gli scostamenti e le correlazioni .....	72
3.2.1. Enel.....	74
3.2.2. Intesa Sanpaolo .....	77
3.2.3. Ferrari.....	79
3.2.4. Poste Italiane.....	81
3.2.5. Pirelli.....	82
3.2.6. Acea .....	84
3.2.7. Erg.....	86
3.2.8. Leonardo .....	88
3.2.9. Falck Renewables .....	90

3.2.10. Cementir Holding .....	92
3.2.11. Fincantieri.....	94
3.2.12. Astaldi.....	95
3.2.13. La Doria .....	99
3.2.14. Geox .....	101
3.2.15. Elica .....	103
3.2.16. Carraro.....	104
3.2.17. Il Sole 24 Ore .....	106
3.3. Conclusioni del test. ....	108
Conclusioni .....	113
Bibliografia.....	117
Sitografia.....	121
Allegato A – Classificazione delle società .....	123

## Introduzione

Il risultato del processo di valutazione d'azienda restituisce come output una stima di una specifica configurazione di valore; per tale motivo, trattandosi di una stima, il risultato non rappresenta, per definizione, un valore esatto o certo. Il modello Discounted Cash Flow è uno dei modelli più noti per la valutazione d'azienda sia a livello didattico che professionale. L'applicazione del modello implica la previsione dei cash flows futuri del business e la definizione di un opportuno tasso di sconto. Ogni iniziativa, tuttavia, è esposta al rischio, che dipende da molteplici fattori necessariamente da considerare per il pricing del rischio. Una tecnica per prezzare il rischio è quella di definire un tasso di sconto rettificato in funzione del rischio, che ingloba un tasso risk free e un risk premium. La quantificazione del tasso di sconto è un tema sul quale la letteratura è stata senz'altro prolifica. Il CAPM è il modello a cui si fa maggior riferimento in ambito didattico e non per prezzare il rischio ma, date le condizioni su cui si basa, che sono molto difficilmente riscontrabili nella realtà, spesso non si rivela idoneo a raccogliere tutti i fattori di rischio di cui tenere conto. Il CAPM infatti si basa sull'idea di prezzare i soli rischi non diversificabili, nell'ottica che l'investitore detenga un portafoglio sufficientemente ampio per annullare l'influenza dei rischi specifici.

Spostandosi nel mondo delle piccole e medie imprese non quotate, l'applicazione dei modelli DCF e CAPM diventa ancora più complicata date le caratteristiche del mondo PMI che si discostano fortemente da quelle delle grandi società quotate. Le piccole e medie imprese sovente presentano una proprietà concentrata nelle mani di pochi soggetti, legati da relazioni familiari, o nelle mani di un unico soggetto. Molto spesso, inoltre svolgono un'attività mirata a poche linee di prodotti e hanno una contabilità poco complessa. Ancora più importante, i controlli interni non sono molto sviluppati e di solito le imprese medio-piccole presentano poche risorse altamente qualificate a livello di risorse umane, le quali si occupano di più aspetti contemporaneamente. Il management è fortemente dipendente dalla figura del proprietario e, talvolta, il know-how e quindi la continuità dell'impresa è strettamente dipendente dal proprietario. Questi e altri fattori sono determinanti nel definire il tasso restituito dal CAPM poco rappresentativo del ventaglio di fattori di rischio che caratterizza i business.

Per quanto concerne proprio il tasso di sconto, molte correnti di pensiero sostengono che il modello CAPM debba essere adattato rettificandone il tasso. Questo è stato uno dei punti di partenza per proporre il modello Build-Up, ovvero un modello che mira a sommare i singoli fattori di rischio a cui è esposto il business, quindi rettificando il CAPM aggiungendo un fattore di rischio per ogni rischio specifico. La variabile dimensione d'impresa è stata a lungo interpretata come un possibile fattore di rischio specifico che potesse spiegare il maggior rendimento dei titoli delle small-cap rispetto alle società di maggiori dimensioni, individuando quindi una componente di maggior rischiosità in virtù delle ridotte dimensioni aziendali. Tale teoria è stata largamente attaccata, individuando come argomentazioni chiave la difficoltà di definire un giusto criterio per la classificazione dimensionale delle imprese ma soprattutto la labilità delle fondamenta teoriche alla base del size premium. In primo luogo, l'evidenziazione di una componente di size premium sembra essere sensibile al sample prescelto, non riuscendo quindi ad individuare una relazione univoca; in secondo luogo il size premium tende ad inglobare sotto di sé una serie di fattori rischio specifici non catturati dal CAPM ma che potrebbero non essere correlati con la ridotta dimensione aziendale. Riguardo al tasso di sconto, altra tesi è quella che propone una rettifica del coefficiente beta, tesa a considerare tutti i fattori di rischio a cui è esposto il business, utilizzando il total beta; oppure una maggiorazione del coefficiente beta.

La propensione ad operare delle rettifiche al tasso di sconto sulla base di osservazioni effettuate sul mercato può forse distogliere l'attenzione da un fattore molto importante: la qualità dei flussi a disposizione. Avere a disposizione flussi prospettici ragionevolmente attendibili e credibili non è affatto scontato e la valutazione della bontà degli stessi è elemento da cui dipende la definizione di correzioni da apportare al tasso di sconto. La qualità delle informazioni finanziarie prospettiche viene valutata in base alla sensatezza e coerenza delle assunzioni alla base dei piani strategici redatti dalle imprese e a seconda della dipendenza dal verificarsi di uno specifico scenario. La sensatezza e coerenza delle assunzioni permette di dividere le informazioni finanziarie prospettiche in previsioni e proiezioni, delle quali le prime sono estratte dalle migliori stime effettuate sulla base di ipotesi ragionevoli; le seconde sono invece basate su assunzioni soltanto ipotetiche sullo sviluppo futuro, in linea con le finalità per le quali è stato costruito il



piano. Lo spunto da cui è iniziato questo lavoro è l'intuizione di Bini M., ovvero che, in presenza di proiezioni, il tasso di sconto debba essere rettificato con una componente detta di "execution risk" che tenga conto della bontà dei flussi e quindi del rischio di esecuzione del piano redatto dall'impresa. In virtù del fatto che le imprese di piccole dimensioni non redigono abitualmente piani strategici e non dispongono dello stesso ammontare di risorse da dedicare alla pianificazione al pari delle società più grandi, la minor attendibilità dei flussi finanziari prospettici potrebbe giustificare una maggiorazione del tasso di sconto e quindi rappresentare il driver adatto ad interpretare l'eventuale maggior rischiosità associata ai business di piccole dimensioni.

Valutare l'affidabilità dei piani strategici non è compito semplice e non sono presenti criteri oggettivi. Un buon piano ruota attorno a quattro cardini: le intenzioni strategiche del management relativamente alle strategie competitive dell'impresa, le azioni pianificate per il raggiungimento degli obiettivi definiti dalla strategia, l'evoluzione dei key value driver e i dati finanziari prospettici. Arrivare poi ad un giudizio vero e proprio sulla fattibilità di un piano è un tema che passa dalla verifica della veridicità dei dati aziendali, in quanto base della costruzione del piano, per arrivare agli spunti offerti dai principi di revisione internazionali per la distinzione tra previsioni e proiezioni. Il giudizio di affidabilità prende in considerazione anche l'attitudine e l'adeguatezza del management ad effettuare la pianificazione e ad adempiere alle azioni pianificate.

L'obiettivo di questo lavoro è quello di cercare di capire, in primo luogo, se la teoria di Bini M., ovvero la presenza di un "execution risk" che riassume il rischio che i flussi previsti dalle imprese non si verifichino negli anni a seguire, sia riscontrabile. Per verificare ciò, si porrà l'attenzione sui piani strategici di un campione di imprese e sugli scostamenti registrati tra previsioni ed effettivi a consuntivo; osservando in particolare la possibile relazione tra scostamenti e rendimento del titolo sul mercato, specificamente in riferimento a quella parte di rendimento che non viene spiegata dal coefficiente beta e dal rendimento del mercato. Il secondo passo sarà cercare di individuare se tale relazione sia idonea a spiegare le differenze tra i rendimenti di grandi e piccole società, fornendo quindi uno spunto anche per la valutazione delle piccole e medie imprese non quotate.



## Capitolo I: Il CAPM applicato alle PMI

### 1.1. Criteri di valutazione

In tema di valutazione esiste un ampio ventaglio di criteri di stima usati a livello didattico e professionale, i quali possono essere classificati in tre principali classi a seconda della relazione che viene fissata tra valore e quella che viene presa come variabile principale di tale valore: la metodica di mercato (market approach), la metodica dei flussi di risultati attesi e la metodica del costo (cost approach).

Il cost approach mette in relazione il valore dell'attività con i costi che sarebbe necessario sostenere al fine di riprodurre un'attività simile per caratteristiche a quella oggetto di studio. La metodica di mercato si fonda sulla comparazione di attività simili per caratteristiche a quella oggetto di valutazione, sulla base di prezzi di borsa e multipli di valore, prendendo ispirazione dai principi economici dell'equilibrio dei prezzi di mercato. Infine, l'approccio basato sui flussi di risultato evidenzia invece il legame tra il valore dell'attività e la capacità della stessa di generare cassa o reddito (a tal proposito si veda OIV, Principi italiani di valutazione, 2015, p. 50 e ss.). All'interno di quest'ultima categoria troviamo il metodo Discounted Cash Flow, il quale raccoglie molti consensi in ambito finanziario. Il principio da cui trae ispirazione è che un operatore razionale attribuisce un determinato valore all'attività in base ai flussi che ne deriveranno, ovvero in base al valore attuale dei risultati attesi dall'investimento nel business. Il successo del modello DCF è attribuibile al fatto che esso prende in esame i principali fattori che determinano il valore generato da un business; vale a dire la capacità del business di generare flussi finanziari, il profilo di rischio e l'orizzonte temporale di riferimento in conseguenza del quale si procede al calcolo dei valori attuali.

Naturalmente, nello sviluppo del processo di valutazione d'impresa, un ruolo decisivo è assunto dall'analisi del mercato di riferimento e del sistema competitivo, unitamente all'individuazione del business model seguito dal management, al fine di definire i criteri di valutazione più opportuni e adattare il modello al business oggetto di studio. In particolare, in contesto di DCF model, si tratta di analizzare la componente di incertezza che

caratterizza l'impresa e l'individuazione del profilo di rischio, di modo da configurare lo schema più opportuno per la proiezione dei flussi e per il pricing del rischio.

L'output che si ottiene dal processo di valutazione non rappresenta un valore esatto e certo; esso è infatti influenzato dal momento in cui la valutazione viene effettuata, dalle assunzioni su cui si è basato il processo e dal giudizio del valutatore. La valutazione infatti: "non è un dato di fatto, ma una stima di una specifica configurazione di valore riferita ad una specifica attività ad una specifica data, tenuto conto della specifica finalità della stima. [...] Nessuna valutazione può essere fatta coincidere con la mera applicazione di una formula matematica. Non esiste – in quanto non è oggettivamente determinabile – il valore "giusto" o il valore "vero" di un bene." (OIV, Principi italiani di valutazione, 2015, p. 3). A rendere la stima un valore lontano dal valore "vero" è l'incertezza, riferita alla effettiva manifestazione dei flussi di cassa e alla loro effettiva distribuzione nel tempo. I flussi sono infatti esposti al rischio e possono essere interpretati come una variabile aleatoria della quale non è preventivamente noto quale determinazione assumerà. Il valore atteso dei flussi può quindi essere definito come il valore medio della variabile causale, sintesi di tutte le determinazioni della variabile e della distribuzione di probabilità delle stesse che è stata definita. Il valore atteso rappresenta, però, per definizione, un valore stimato con distorsione nulla, risultato difficilmente ottenibile nell'esperienza reale. La stima, molto più verosimilmente, prenderà in considerazione un numero limitato di scenari e quindi presenterà una distorsione rispetto al valore atteso, rispetto alla quale si applicherà una forma di correzione o rettifica. Risulta cruciale quindi per il valutatore un giudizio ragionato, quanto più obiettivo possibile e che miri a costruire uno schema di valutazione coerente con il business e il profilo di rischio a cui è esposto.

Inequivocabile è quindi la relazione tra incertezza, esposizione al rischio e valore. In un contesto di incertezza diventa fondamentale individuare quelli che sono i fattori da cui dipende la rischiosità di un'iniziativa; Massari e Zanetti (2008) ne individuano quattro:

- La sensibilità a variabili macroeconomiche, tra le quali i tassi di interesse, l'andamento del mercato nel lungo periodo, i prezzi delle commodity, i tassi di cambio. La rischiosità derivante da tali variabili non è eliminabile tramite una diversificazione di portafoglio.

- La sensibilità a fattori di rischio specifici (specific risk), cioè che incidono sui risultati attesi di una specifica iniziativa, tra i quali possiamo trovare ad esempio l'esposizione al rischio determinata dalla presenza di personale difficilmente sostituibile.
- La capacità dell'impresa di proteggersi in caso di realizzazione di eventi temuti. Le variabili chiave in questo caso sono la qualità del management e della struttura organizzativa del business; unitamente alla presenza nell'impresa di punti di forza a livello di marketing, tecnologia, eccetera.
- La flessibilità manageriale, intesa come la possibilità di adattare il modello di business con successo agli scenari che si presentano nel tempo.

I fattori appena illustrati rappresentano un vettore di rischi che deve essere necessariamente preso in considerazione nella definizione dei flussi di cassa futuri riferibili al business attraverso un'operazione di pricing del rischio. Il price of risk rappresenta un aggiustamento per la remunerazione monetaria del rischio da applicare ai flussi attesi; tale aggiustamento viene effettuato principalmente in due modi.

Il primo metodo è l'attualizzazione degli equivalenti certi, definiti come i flussi rettificati in funzione del rischio. Idealmente in un contesto di incertezza si cerca di ricondurre dei risultati che sono incerti a dei risultati che si ritiene si possano realizzare con sufficiente certezza; nella pratica questo processo avviene andando a sommare ai valori attesi dei flussi di cassa un premio o uno sconto. Tale operazione permette di avere a disposizione dati omogenei già depurati della componente incertezza. A questo punto, si possono attualizzare i flussi considerando il solo price of time, ovvero il valore finanziario del tempo, scontando al tasso risk-free.

Il secondo metodo è l'attualizzazione aggiustata per il rischio, la quale consiste nello scontare i flussi di cassa attesi usando un tasso di attualizzazione rettificato in funzione della rischiosità, che ingloba quindi sia il price of time che il price of risk. Naturalmente tale tasso di attualizzazione è proporzionale al rischio, dato che si suppone che a parità di flussi attesi l'investitore opterà per l'investimento caratterizzato da un minor grado di incertezza. A tale fine, la pratica corrisponde ad aggiungere al tasso risk-free un risk premium.

Uno dei tasselli più rilevanti in tema di risk adjusted discount rate è il calcolo del costo del capitale di rischio. Il modello di pricing del rischio maggiormente adottato dagli equity analyst è il Capital Asset Pricing Model (CAPM), per cui il costo opportunità del capitale risulta dalla sommatoria tra il tasso risk-free e il premio per il rischio di mercato moltiplicato per un coefficiente, beta, che stabilisce la quantità di rischio proveniente dall'esposizione al rischio sistematico:

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

Dove:

$K_e$  = costo-opportunità del capitale i;

$R_f$  = rendimento risk-free;

$\beta_i$  = beta associato al capitale i, misura la sensibilità rispetto all'andamento del mercato;

$R_m - R_f$  = market risk premium, rappresenta quello che sarebbe il rendimento atteso detenendo un ipotetico portafoglio contenente tutti i titoli rischiosi presenti sul mercato.

In questo modello è il parametro beta la misura di rischio rilevante. Il CAPM si basa, tuttavia, su delle assunzioni piuttosto restrittive; ovvero che gli investitori siano in grado di annullare il rischio proveniente da fattori specifici attraverso una sufficiente diversificazione di portafoglio, quindi ripartendo le risorse su più asset; di modo che venga prezzata solo quella parte di rischio non diversificabile, imputabile alla sensibilità all'andamento generale dell'economia.

Nonostante esistano modelli alternativi, come l'Arbitrage Pricing Theory o il Three Factor Model di Fama e French, il CAPM continua ad essere il più usato e diffuso. Tale successo probabilmente muove dalla facilità di applicazione del metodo. I principali parametri (risk-free e market risk premium) sono infatti informazioni facilmente reperibili.

Tuttavia, i presupposti su cui si fonda il CAPM rendono difficile o quantomeno poco coerente la sua applicazione ad ogni tipo di business. Assumere che la rischiosità sia influenzata dai soli fattori macroeconomici implica, come è stato sottolineato, considerare la prospettiva di un investitore finanziario che diversifica i propri investimenti di portafoglio di modo da eliminare così la componente di rischio sistemica; ma nella realtà potremmo trovarci di fronte a portafogli tutt'altro che diversificati o, in ogni caso,

situazioni in cui sono presenti rischi specifici che influenzano la variabilità dei flussi di cassa. In tali casi, il CAPM si potrebbe rivelare inadeguato, nella sua forma canonica, per il pricing del rischio. A tal proposito, si consideri che nel CAPM stimando beta tramite il market model si mette in relazione il rendimento di un titolo  $i$  con il rendimento del mercato, ovvero impostando la seguente regressione:

$$R_i = \alpha + \beta R_m + \epsilon$$

Effettuando tale regressione si ottiene la stima del coefficiente beta e la stima del coefficiente alfa. Quest'ultimo rappresenta quanto il titolo si è apprezzato o deprezzato quando il rendimento sul mercato è stato pari a zero. In questo contesto, avendo considerato la regressione sui rendimenti e non sugli excess return, il coefficiente alfa ci si aspetta che approssimi il tasso risk-free; se ciò non succede se ne deduce che il rendimento del titolo non è interamente spiegato dal solo rendimento del mercato (a questo proposito si veda Massari e Zanetti, 2008, p. 145).

Scostamenti di questo tipo sono più che frequenti nel mercato azionario; d'altronde i test empirici sul Capital Asset Pricing Model non danno risultati pienamente convincenti sull'attendibilità della stima del costo del capitale. Nel tempo sono stati proposti altri modelli che mirano a catturare la variabilità dei rendimenti prendendo in considerazione ulteriori fattori di rischio rispetto ad un unico fattore di tipo macro. Tuttavia, come ribadito precedentemente, il CAPM continua ad essere il modello maggiormente in uso in quanto, nonostante possa essere più realistico considerare una pluralità di rischi (come i tassi di cambio, l'inflazione, i prezzi delle commodity, eccetera), la loro stima risulta ancora difficile e non sono disponibili parametri di riferimento in tal senso.

Se esiste un certo distacco tra i modelli teorici e la realtà, questa forbice rischia di allargarsi ancora di più quando ci allontaniamo dal panorama delle imprese quotate. Molte componenti dei modelli si basano infatti sull'osservazione di prezzi nel mercato quotato e, inoltre, le considerazioni relative ai fattori di rischio potrebbero cambiare radicalmente.

Quello su cui si cercherà di indagare è l'individuazione della componente rischio, specificamente nelle piccole e medie imprese non quotate, e le pratiche adottate per la sua trattazione.

## 1.2. Le caratteristiche delle piccole e medie imprese

Prima di esaminare le caratteristiche tipiche delle PMI che mettono in questione le consolidate tecniche di valutazione, è opportuno identificare cosa si intende per piccola e media impresa. Tale concetto si è evoluto negli anni e soprattutto è sensibile di discrepanze tra Paese e Paese. A livello europeo, con la Direttiva 2013/34/UE, sono state definite delle soglie, riepilogate nella Tabella 1, entro le quali un'impresa ricade rispettivamente nelle imprese di grandi dimensioni, di medie dimensioni, di piccole dimensioni oppure nella categoria delle microimprese.

Tabella 1: Criteri normativi per la definizione delle categorie di impresa.

	Totale Stato Patrimoniale	Ricavi netti delle vendite e delle prestazioni	Numero medio dipendenti occupati durante l'esercizio
GRANDI IMPRESE	€ 20.000.000	€ 40.000.000	250
MEDIE IMPRESE	€ 20.000.000	€ 40.000.000	250
PICCOLE IMPRESE	€ 4.000.000	€ 8.000.000	50
MICROIMPRESE	€ 350.000	€ 700.000	10

Fonte: Direttiva 2012/34/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013, art. 3.

Ai fini della direttiva un'impresa si identifica come media, piccola o microimpresa quando alla data di chiusura del bilancio non eccede almeno 2 delle 3 soglie fissate dalla normativa. Per la categoria delle grandi imprese, viceversa, almeno due dei tre limiti devono essere superati.

Accanto ai riferimenti normativi si aggiungono altri criteri qualitativi per definire la taglia di una impresa, spesso ancora più rilevanti nella tecnica professionale. Recentemente Marcello e Pozzoli (2019) in un articolo per OIV Journal hanno sottolineato quali sono i criteri qualitativi che portano ad identificare un'impresa come medio-piccola, i quali sono strettamente collegati con le difficoltà nel valutare tali business. La prima caratteristica evidenziata è la concentrazione della proprietà e della gestione nelle mani di pochi soggetti se non di un unico soggetto, spesso non giuridico. Non raramente, inoltre, le PMI sono dei family business. Altro tratto distintivo è la prevalenza di operazioni



semplici e poco problematiche nell'attività quotidiana, unitamente ad una contabilità poco complessa. Le piccole e medie imprese sovente presentano un range limitato di prodotti offerti e poche linee di business. Possiedono solitamente pochi dipendenti i quali si occupano di più aspetti all'interno del business, il livello di controllo interno è esiguo e la responsabilità è ripartita su pochi livelli manageriali.

Il fatto di avere a che fare con un contesto più "piccolo" potrebbe erroneamente far pensare che il processo di valutazione diventi meno intricato; in realtà non è così.

Nelle piccole e medie imprese il management è scarsamente indipendente dalla proprietà o, anzi, non vi esiste alcuna separazione, avendo il medesimo soggetto o gruppo di soggetti che ricopre ambedue le posizioni. In conseguenza a questo, ci si potrebbe trovare di fronte ad un business la cui attività è fortemente caratterizzata dalle capacità e dalle conoscenze del soggetto proprietario, il quale riveste un ruolo chiave. In tal senso, l'apporto del proprietario rappresenta parte del capitale intangibile, il quale potrebbe essere piuttosto consistente nel caso che la stima e credibilità dell'impresa sia imputabile in modo rilevante alla figura del proprietario. La domanda da porsi è se l'impresa riuscirebbe a mantenere il suo potenziale nel caso tale figura chiave non fosse più presente, come tale evenienza impatterebbe sulla capacità futura di produrre reddito e quindi sul valore del business.

Inoltre, altro fattore da considerare è che il soggetto proprietario in cambio della sua opera potrebbe ricevere un compenso significativamente non proporzionale al contributo all'interno dell'impresa. Come accade spesso, soprattutto nei business di famiglia, si tende a considerare l'impresa come parte del patrimonio personale, fattore che porta a distribuire meno risorse all'esterno per mantenerle nel business. In parole povere, la politica di distribuzione di profitti, se esplicitata, potrebbe scontrarsi con quelli che sono i meccanismi di mercato che solitamente influenzano tali decisioni. La confusione tra detentori di capitale e management pone il problema di cercare di distinguere il capitale personale da quello dell'impresa; in particolare in presenza di assets usati sia ai fini dell'attività d'impresa sia a fini personali. Relativamente a quest'ultimo problema, è necessario considerare anche il rapporto tra capitale proprio e capitale di debito e verificare se il debito sia o meno garantito personalmente dal soggetto proprietario.

In generale, requisito fondamentale per qualsiasi valutazione è avere a disposizione informazioni attendibili e il più possibile dettagliate. In campo PMI ottenere tali informazioni potrebbe non essere affatto semplice a causa di due ragioni: la prima è che non sussiste per questo tipo di business l'obbligo di pubblicare informazioni finanziarie; la seconda è che presentando un livello di organizzazione generalmente più basso e risorse minori è difficoltoso disporre di dati affidabili. Oltretutto, non essendo tenuti a diffondere presso il pubblico la reportistica finanziaria, la tendenza è quella di redigere gli schemi di bilancio in base alle regole fiscali, presentando quindi valori "veritieri e corretti" invece che rappresentativi delle potenzialità future del business. A ciò si aggiunge che ad alcune imprese, in relazione alle ridotte dimensioni, è concesso di redigere gli schemi di bilancio in maniera abbreviata, riducendo così ulteriormente l'ammontare di informazioni disponibili.

Uno dei punti fondamentali, discusso ampiamente dalla letteratura, riguarda la liquidità delle quote di capitale. Non si può negare che le imprese quotate godano di maggior marketability rispetto ai business non presenti sul mercato quotato. Nella valutazione il rischio riguardante la difficoltà di vendere parte o la totalità delle quote di partecipazione al capitale dell'impresa deve essere tenuto attentamente in considerazione. Il concetto di illiquidità delle quote si lega al tema della dimensione aziendale, è piuttosto riconosciuto che esista una relazione inversamente proporzionale tra rischio di illiquidità e dimensione aziendale (Marcello e Pozzoli, 2019, p. 52).

Data la difficoltà talvolta di individuare nelle listed companies un set di imprese comparabili, Marcello e Pozzoli individuano nel DCF model il metodo più adatto e professionalmente adottato per affrontare le criticità delle PMI, non senza le ragionevoli difficoltà. Un aspetto cruciale è la determinazione del costo del capitale di rischio e delle sue componenti, un'operazione delicata considerando che le formule generalmente usate si basano su informazioni pubblicamente disponibili per le quotate.

Alla base del calcolo del costo del capitale di rischio con il modello CAPM c'è la prospettiva di un investitore marginale che diversifica il proprio portafoglio, di modo da misurare il rischio in termini di rischio aggiunto ad un portafoglio diversificato. Le ipotesi di base si scontrano con la realtà delle imprese medio-piccole a capitale "chiuso" dove solitamente tutto il capitale è in mano a uno o pochi soggetti, per i quali l'investimento nel

business rappresenta gran parte della ricchezza detenuta. Senz'altro quest'ultimo aspetto determina un impatto sulla misurazione del rischio, in particolare sul coefficiente beta che nel modello canonico riflette la sensibilità ai soli fattori di mercato. Inoltre, lo stesso beta, normalmente viene estratto dai prezzi storici delle azioni ma per le PMI non esiste un vero e proprio mercato di riferimento; il coefficiente deve quindi essere stimato diversamente.

La rischiosità specifica di un investimento in una PMI non quotata è in genere più alta rispetto ad una public company e questo è dovuto alla maggior esposizione ad una struttura meno organizzata, alla scarsità di informazioni (soprattutto prospettive), alla illiquidità dell'investimento e al rischio di concentrazione (a tal proposito si veda OIV, Principi Italiani di Valutazione, 2015, p. 170). Tutti questi fattori suggerirebbero un aggiustamento al costo del capitale che consideri tali esposizioni; d'altronde il costo del capitale dovrebbe rappresentare il guadagno che un investitore richiederebbe in relazione ad un dato livello di rischio.

Vedremo che tuttavia non tutti appoggiano questa linea di pensiero. Alcuni esponenti della letteratura sostengono che l'incertezza debba essere gestita andando ad operare sui cash flows e non sul tasso di attualizzazione.

### **1.3. Le proposte della letteratura**

#### *1.3.1. Build up models*

Il build up model nasce come CAPM modificato, con l'obiettivo di costruire il cost of equity sommando al costo del capitale medio-rappresentativo di mercato, restituito dal CAPM classico, una serie di fattori correttivi specifici. L'obiettivo è quello di assegnare una remunerazione ad ogni fattore di rischio che influenza il business. Il CAPM modificato trae origine dalle anomalie individuate fin dagli anni Settanta relativamente allo schema originario del CAPM, in particolare per quanto riguarda dei fattori aggiuntivi che siano in grado di spiegare più efficientemente i rendimenti storici. Le anomalie rilevate si riferiscono a quattro effetti: lo small firm effect, ovvero il fenomeno per cui le azioni di imprese dimensionalmente più piccole registrano rendimenti attesi superiori a quanto stabilito dal CAPM; il value effect, ovvero la presenza di rendimenti attesi

superiori per quelle imprese con rapporti book-to-price più elevati; il neglected firm effect, ovvero la tendenza ad avere rendimenti attesi superiori a quanto stabilito dal CAPM da parte di quelle azioni non presenti nei portafogli degli investitori istituzionali; e l'over-reaction, cioè il fenomeno per cui i titoli che peggio performano durante periodi di crisi sul mercato tendono poi a sovraperformare nei periodi favorevoli.

I fattori inseriti nel CAPM modificato rappresentano gli extra rendimenti medi realizzati storicamente da portafogli di titoli assortiti per dimensione, settore economico di appartenenza e altri fattori di rischio di natura fondamentale. Una formulazione estesa del modello potrebbe essere la seguente:

$$K_e = R_f + RP_m + RP_s + RP_u + RP_i$$

Dove:

$K_e$  = cost of equity capital

$R_f$  = risk-free rate

$RP_m$  = premio per il rischio di mercato

$RP_s$  = size premium (premio per il rischio relativo alle dimensioni del business)

$RP_u$  = premio per i rischi specifici del business

$RP_i$  = premio per il rischio specifico Paese

All'apparenza vantaggioso per la sua semplicità e logicità, il build-up model ha generato non poco scetticismo. Guatri (1998) riconosce che il modello consenta di richiamare l'attenzione sulle varie componenti del rischio e sul loro peso. Mette in condizione, inoltre, il valutatore di attuare un percorso logico per la determinazione del tasso e di dover dare una spiegazione alle scelte intraprese. Tuttavia, la critica che muove è che quantificare e ponderare i vari tasselli del tasso comportano per lo più decisioni arbitrarie e che: "il procedimento obiettivizza spesso più in apparenza che in sostanza la stima del rischio". Gli stessi dubbi sul build-up model vengono confermati da Massari e Zanetti (2008) che sottolineano come al giorno d'oggi non si abbiano ancora a disposizione dei parametri di mercato per la valutazione dei rischi specifici. Difficile è quindi non cadere nella trappola della soggettività. Dello stesso parere sono Boudreaux et al. (2011) che

aggiungono come le varie componenti del modello non siano perfettamente separabili, come non lo è nemmeno il premio per il rischio. Un premio per i rischi specifici del business potrebbe spaziare dai rischi inerenti alla volatilità dei profitti, alla dipendenza da fornitori strategici, al ruolo centrale di alcuni soggetti all'interno dell'impresa e altri fattori di rischio non sistematici. Allo stesso tempo il size premium ha la tendenza a catturare gran parte del rischio non sistematico, quindi tale aggiustamento dovrebbe essere apportato solo in pochi casi limitati. I premi per il rischio sono prevalentemente frutto dell'esperienza del valutatore e dalle assunzioni sul modello.

Inoltre, la stima del costo del capitale di rischio condotta con il build-up model ha portato in molti casi a stime superiori al 25%, valori probabilmente superiori a quanto il detentore del capitale si aspetta di guadagnare mediamente in un anno dall'investimento nell'equity. Se si considerasse un ipotetico capitale di rischio di \$500.000, se il tasso di rendimento richiesto fosse il 25%, nell'arco di 40 anni dovrebbe valerne quasi 4 miliardi; una crescita che ha distinto ben poche imprese rispetto alla media (Boudreaux et al., 2011).

In materia di piccole e media imprese, uno dei fattori di centrale interesse in questo caso è il size premium. Dati relativi al size premium sono solitamente disponibili in due misure: il size premium raw e il size premium beta adjusted. Il size premium raw esprime la discrepanza tra il rendimento di un portafoglio di azioni di imprese di piccola dimensione rispetto al rendimento di mercato; il size premium beta adjusted invece rappresenta la differenza tra l'extra rendimento registrato dai titoli quotati nell'ultimo decile e l'extra rendimento calcolato dal CAPM, ovvero lo spread tra il loro rendimento e quello che dovrebbero avere considerando il loro beta.

La maggior parte dei dati proviene da studi condotti sul mercato statunitense da Ibbotson Associates a decorrere dal 1926. I size premium, come riepilogato in Tabella 2, sono differenziati per tre fasce dimensionali a seconda della capitalizzazione di mercato nel NYSE, rispettivamente le mid-cap stocks, le low-cap stocks e le micro-cap stocks.

Tabella 2: Size premium 1926-2000.

	Size Premium beta adjusted	Size Premium raw	Prima impresa per capitalizzazione (dati in milioni di \$)
Mid-cap	0,6%	1,5%	4.143
Low-cap	1,1%	2,7%	840
Micro-cap	2,6%	5,4%	84

Fonte: Bini M., Guatri L., Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Università Bocconi Editore, Milano: EGEA, 2005, pag. 322.

L'aggiunta di un premio per il rischio indotto dalle piccole dimensioni (size premium) è un tema sul quale diversi autori si sono espressi nel tempo. Tra i suoi sostenitori c'è Liberatore (2005) che per le imprese medio-piccole suggerisce un cost of equity estratto dalla formula base del CAPM (risk-free a cui viene sommato il rischio di mercato ponderato per il beta) con l'aggiunta di un Premio PMI. L'autore individua come motivazione il fatto che il rischio di mercato venga stimato sulla base di campioni che includono le imprese di maggiori dimensioni sul mercato (solitamente quelle inserite nei principali indici azionari nazionali) e rileva, come aggiustamento medio per le PMI, una misura di circa il 3%. A tal proposito, Fernandez (2019), che rileva un aggiustamento mediamente del 2%, include tra gli errori più comuni nelle valutazioni l'assegnazione di un premio per il rischio indotto dalle piccole dimensioni quando inopportuno e soprattutto indifferenziato per tutte le imprese. Similmente, Bini in un intervento per OIV (La valutazione delle aziende, volume 2, dicembre 2019) pur riconoscendo che i rendimenti storici dei titoli di imprese di piccole dimensioni sono stati per molto tempo più elevati rispetto alle imprese più grandi, sottolinea che le cause del size premium possano non essere strettamente legate puramente alla dimensione aziendale. In primo luogo, gli studi sul size premium sono stati condotti considerando la capitalizzazione di borsa, ma questo significa comprendere anche quelle imprese che, seppur grandi, per molteplici ragioni, quali difficoltà operative o interventi di ristrutturazione, potrebbero ritrovarsi ad avere una bassa capitalizzazione di mercato. In secondo luogo, le rilevazioni sul size premium potrebbero dipendere da survivorship bias più alti a causa di stime svolte su indici di mercato e non su portafogli chiusi di imprese. Una terza causa potrebbe essere individuata

nel fatto che i titoli delle piccole e medie imprese godono di minor marketability rispetto alle aziende di grandi dimensioni, ma quest'ultima questione attiene alla liquidità dei titoli e non ad un vero e proprio rischio insito nelle PMI. L'unica causa secondo Bini che giustificerebbe il size premium è il possibile maggior rischio di spiazzamento competitivo; è infatti piuttosto plausibile che le grandi imprese, grazie alle risorse di cui dispongono, possano esercitare pressione competitiva alle imprese di minor dimensione. Tuttavia, non deve nemmeno considerarsi come una regola valida per ogni realtà.

La critica più forte alle basi teoriche del size premium, e in particolare alla prassi professionale di aggiungere il premio per il rischio dimensionale al cost of equity restituito dal CAPM, arriva da Ang (2018). La verifica dell'esistenza del size premium si basa sull'osservazione di rendimenti più elevati per le azioni small-cap rispetto alle large-cap, in particolare un grande impatto ebbero le pubblicazioni di Banz nel 1981. L'autore tuttavia sottolinea come da allora ci siano stati diversi cambiamenti per le piccole imprese e che il size effect si sia esaurito a partire dal 1980.

Per argomentare la sua tesi Ang esegue la stessa verifica confrontando i rendimenti dal 1981 al 2016, arrivando al risultato che le small-cap avevano sotto-performato rispetto alle large-cap, in contrasto quindi con le basi del size premium. L'autore inoltre chiarisce come l'output del confronto sia sensibile al sample prescelto: considerando periodi di tempo diversi si riscontra talvolta una performance migliore da parte delle small-cap e talvolta da parte delle large-cap; questo contribuisce a rifiutare una relazione univoca tra size e rendimento. Uno dei punti deboli del size premium è proprio la mancanza di una vera e propria teoria; senza una teoria le risultanze che si ottengono sono un artefatto dei dati usati.

Dallo studio di Ang emerge che tanto gli investitori quanto i professionisti preferiscano il modello CAPM rispetto ad altri modelli che contemplano una qualche misura della dimensione aziendale, come il modello di Fama e French. Questo potrebbe suggerire che gli investitori non credano nell'esistenza del size premium oppure che non richiedano una remunerazione per il size effect. Se ciò non fosse vero, non si spiega il perché non vengano preferiti modelli che tra le variabili prendono in considerazione il rischio dimensionale. Alternativamente, se l'investitore crede nella presenza di un size premium, probabilmente non ritiene che debba essere interpretato con un aggiustamento

nel cost of equity. Il CAPM, nonostante il largo uso, non è un modello pienamente efficiente nel calcolo del cost of equity e tale caratteristica può dipendere da fattori di rischio non considerati nella formulazione. Si potrebbe pensare al size premium come ad una proxy di quei rischi in qualche modo correlati alla dimensione aziendale ma, anche se fosse possibile identificare a pieno tale fattore, l'autore suggerisce come soluzione migliore l'aggiustamento dei cash flows al posto del tasso di attualizzazione.

A contrapporsi ad Ang, c'è Grabowski (2018), uno dei maggiori sostenitori del fatto che il size premium sia ancora rilevante nonché necessariamente da prendere in considerazione date le limitazioni del CAPM.

Grabowski sostiene che le caratteristiche delle piccole imprese determinino una maggior rischiosità e che ciò giustifichi la richiesta di rendimenti più elevati. Le grandi imprese dispongono di maggiori risorse da impiegare nella ricerca, possono essere più competitive e soprattutto resistere più facilmente a periodi di crisi. Contrariamente, le piccole imprese sono poco propense all'impiego di capitale per la ricerca, come anche per attività di marketing. Inoltre, generalmente i piccoli business hanno meno accesso al credito, sono significativamente dipendenti da un ristretto numero di clienti e i loro titoli di capitale sono molto meno liquidi rispetto alle grandi imprese quotate. Ad aggiungersi, sono poche le informazioni disponibili sulle PMI e gli analisti incontrano rilevanti difficoltà nel valutare tali business: anche questa ambiguità diviene un rischio da remunerare.

Grabowski sottolinea inoltre che in tempi recenti la stima dei size premium non ha fatto affidamento sul mero confronto tra rendimenti small cap contro large-cap ma ha preso in considerazione l'excess return rilevato dalla differenza tra rendimenti realizzati e rendimenti stimati dal CAPM (al netto del risk-free).

L'autore ritiene inoltre che gran parte della confusione sull'argomento size effect sia imputabile all'uso della market capitalization come unità di misura della dimensione aziendale. Riconoscendo la plausibilità delle critiche mosse, Grabowski per sostenere la sua tesi procede a verificare l'esistenza di excess returns su un portafoglio di small-cap selezionato adottando otto diverse unità di misura: capitalizzazione di mercato, book value dell'equity, reddito netto medio degli ultimi 5 anni, market value del capitale investito, totale attivo, EBITDA medio degli ultimi 5 anni, vendite e numero di impiegati.



Nonostante i risultati sembrano confermare la presenza di un extra rendimento sul CAPM, non è ancora chiaro se tale rendimento sia imputabile ad un effetto size o se tale variabile funga da proxy per un insieme di rischi non catturati da beta e market risk premium.

L'uso di ulteriori unità di misura permetterebbe di superare lo scoglio di dover effettuare una ipotetica stima preventiva della capitalizzazione di mercato per poter selezionare, in base ai risultati dello studio, il size premium pertinente al business che si sta valutando. Per le PMI non quotate infatti non è disponibile una misura della market capitalization, lo stesso problema non si presenta invece considerando le altre misure di estrazione contabile che al contrario sono facilmente calcolabili.

Molti studiosi hanno fatto notare che non sempre storicamente le small-cap hanno reso più delle large-cap, ponendo non pochi interrogativi sulla presenza di un size-effect. Tuttavia, si può osservare che il size premium abbia un andamento ciclico. I rendimenti delle small-cap superano quelli delle large cap generalmente nei periodi di crescita economica, mentre viceversa il size premium diventa negativo nei periodi di recessione. Quest'ultimo risultato è intuibile, dato che durante le crisi le piccole imprese sono svantaggiate sul fronte dell'approvvigionamento di capitali. La ciclicità rappresenta parte integrante della rischiosità delle piccole imprese dato che, assumendo che le imprese di minori dimensioni siano più rischiose, se esse presentassero sempre e soltanto rendimenti maggiori allora non sarebbe coerente attribuirgli un livello di rischiosità più alto.

### *1.3.2. La tesi di Damodaran*

Per Damodaran (2012) il processo di stima non differisce tra imprese quotate e non, quello che cambia è il modo in cui si stimano gli input del processo: i flussi attesi e il tasso di attualizzazione.

Per quanto attiene al tasso di attualizzazione, l'ostacolo è il calcolo del coefficiente beta, del quale Damodaran propone tre metodi.

**Accounting beta.** Se per le piccole imprese non quotate non esistono indicatori di prezzo dei titoli, lo stesso non si può dire per altre informazioni di natura contabile. Una prima

soluzione sarebbe regredire le variazioni negli utili contro le variazioni negli utili per un indice rappresentativo del mercato:

$$\Delta Utili_{PMI} = a + b \Delta Utili_{Market Index}$$

Il coefficiente  $b$  rappresenta il beta cercato. Seppur di semplice implementazione, la pratica presenta lo svantaggio che la variabile Utili nelle non quotate viene misurata solo una volta l'anno, quindi la regressione si baserebbe su poche osservazioni, andando quindi a diminuire la rilevanza statistica della stima.

**Fundamental beta.** Il fundamental beta è nato dall'intento di voler cercare una relazione tra i beta delle imprese quotate e alcune variabili osservabili quali il dividend payout, il leverage, la dimensione degli asset, la variabilità degli utili, l'accounting beta. Lo studio di Damodaran condotto sul mercato americano nel 2011 ha portato alla definizione della seguente relazione:

$$Beta = 0.93 - 0.04ROE + 0.167 FA/TA + 0.17DC + 0.74g - 0.31t$$

Dove:

ROE = Return on equity

FA/TA = Immobilizzazioni/Totale attivo

DC = Valore contabile del debito/(Valore contabile debito + Valore contabile equity)

g = Tasso di crescita annuo atteso negli utili per i prossimi cinque anni

t = Aliquota fiscale effettiva

Le relazioni tra i segni algebrici delle variabili sono coerenti con gli effetti che tali variabili dovrebbero avere sul beta (in aumento o in diminuzione). Tuttavia, si segnala un valore di R-squared della regressione pari al 9.3%, il che implicherebbe avere stime future con una standard deviation elevata.

**Bottom-up beta.** Per stimare il bottom-up beta si prende a riferimento il beta medio unlevered del settore nel quale opera l'impresa, applicando successivamente un aggiustamento per il leverage. La selezione dei beta medi di settore ha il vantaggio, essendo ricavati da campioni molto ampi di aziende, di avere standard errors contenuti nelle stime.

Prima di passare alla questione leverage, è necessario considerare che i beta di settore misurano il rischio di un investimento inserito in un portafoglio diversificato. Come è già stato ribadito, nelle piccole-medie imprese non quotate il soggetto proprietario spesso è l'unico investitore e molte volte l'investimento nel business tende a ragguagliare la maggior parte della ricchezza posseduta. Se per ipotesi portassimo la situazione al limite, ovvero assumendo che il proprietario abbia il 100% della ricchezza investita nel business e quindi per nulla diversificata, allora potremmo dire che il soggetto è esposto a tutta la rischiosità dell'impresa. Dovremmo quindi considerare non più il semplice beta, ma il total beta:

$$\text{Total beta} = \text{Market beta} / \rho_{jm}$$

Dove:

$\rho_{jm}$  = coefficiente di correlazione tra il valore dell'equity  $j$  e l'indice di mercato  $m$ .

Si noti che più bassa è la correlazione e più elevato sarà il total beta. Per reperire il dato relativo alla correlazione, come per l'unlevered beta, si può far riferimento ai dati medi di settore.

Non è tuttavia sempre necessario calcolare il Total beta; se la valutazione viene effettuata in vista di una IPO allora l'aggiustamento non dovrebbe essere fatto dato che i potenziali acquirenti saranno degli investitori in titoli quotati con portafoglio diversificato.

Sorge poi il problema dell'aggiustamento per il leverage che solitamente si effettua usando il rapporto tra debito ed equity dell'impresa a valori di mercato, dato difficilmente disponibile per una PMI. Damodaran propone la seguente formula:

$$\beta_{PMI} = \beta_{unlevered} [1 + (1 - \text{Tax rate})(\text{Industry average debt oppure Optimal debt/Equity})]$$

Il valutatore opterà per l'Industry average debt se il rapporto debito-equity dell'impresa è assimilabile a quello della media di settore; alternativamente riporterà il rapporto debito-equity ottimale (ammesso che il management sia in grado di identificarlo).

In tema di rettifiche al coefficiente beta, Guatri e Bini (2005) rilevano l'applicazione nella prassi di maggiorazioni al beta delle società comparabili sottoforma di "size premium",

in contrasto quindi con la filosofia del size premium come premio al rischio sommato direttamente al cost of equity. Tale maggiorazione si attesta secondo gli autori tra il 24 e il 31 per cento del beta. Inoltre, in presenza di società non quotate, come nel nostro caso le PMI, non si esclude una ulteriore maggiorazione al beta a causa dell'illiquidità del capitale proprio. Della questione premio di liquidità si parlerà tuttavia in seguito.

Alternativamente agli aggiustamenti del beta, Damodaran suggerisce un metodo alternativo per il calcolo del cost of equity:

$$\text{Adjusted cost of equity} = R_f + \text{Market beta} \times \text{ERP} + \text{Venture Capital Premium}$$

Il metodo si basa sull'osservazione dei rendimenti dei soggetti che tipicamente investono in società non quotate per lunghi periodi al fine di individuare un premio al rischio rispetto ai rendimenti delle società quotate. Si potrebbe discutere, tuttavia, sulla comparabilità tra i venture capital e i soggetti proprietari nelle PMI, dato che non solo i venture capital godono di maggior diversificazione ma dispongono di un ventaglio di possibilità più ampio per dismettere la partecipazione.

Come accennato in precedenza, per Damodaran la questione non si ferma al cost of equity ma anche i cash flows devono essere rettificati per riflettere coerentemente l'esposizione al rischio del business.

Il primo problema da affrontare riguarda la non definizione di un vero e proprio salario per il management, quando esso coincide con la proprietà. Nelle società in cui stockholders e management sono perfettamente separati c'è una altrettanto perfetta distinzione tra salari e dividendi. Se la proprietà non percepisce un salario, conseguentemente l'apporto del loro servizio non è rappresentato nel reddito operativo, finendo per essere sovrastimato. Una correzione deve essere effettuata stimando quello che sarebbe stato il compenso per i servizi svolti considerando anche il costo che si sosterebbe per sostituire tali ruoli nell'impresa.

La seconda questione è la mancanza di separazione tra le spese personali e quelle legate al business. Molti proprietari ad esempio fanno uso di veicoli aziendali anche a scopo personale. Altra pratica abbastanza diffusa è l'assunzione di membri familiari, mirato più

a vantaggi fiscali che per necessità di una certa figura lavorativa. Queste appena elencate, insieme ad altre pratiche, contribuiscono ad una distorsione del reddito operativo. Applicare un aggiustamento è piuttosto difficile in questo caso data la reticenza della proprietà solitamente a fornire informazioni sull'entità di queste spese.

Altra variabile da considerare è la dipendenza da una o più figure chiave da cui dipende il successo del business. Dato che il valore potrebbe essere sensibilmente influenzato dalla presenza o meno di tali soggetti, l'obiettivo è calcolare uno sconto da applicare. Sul piano teorico lo sconto coinciderebbe con lo scostamento tra il valore del business status quo e il valore del business dove le figure chiave non sono più presenti (ovvero considerando le possibili perdite sul piano dei ricavi, degli utili e dei flussi attesi):

$$Sconto = \frac{(Valore_{status\ quo} - Valore_{senza\ figure\ chiave})}{Valore_{status\ quo}}$$

Chiaramente la stima delle variabili coinvolte non è semplice e non esiste ad oggi una formula o un modello che determini precisamente quanto valore verrebbe eroso dalla mancanza di figure importanti nell'impresa, problematica che può accomunare tanto le piccole imprese quanto le grandi società quotate.

Si arriva infine ad un'altra tematica argomentata da vari studiosi, lo sconto di illiquidità. Generalmente nel mercato quotato liquidare una posizione è un'operazione piuttosto veloce e che non presenta costi di transazione eccessivamente elevati. Altrettanto non si può dire di posizioni nel capitale di piccole imprese non presenti nel mercato borsistico. Liquidare la quota potrebbe richiedere tempi lunghi e soprattutto costi importanti in rapporto al valore del business. Queste motivazioni giustificerebbero uno sconto per la non liquidità.

Damodaran individua quattro fattori che influenzano la variabilità di tale sconto:

- La liquidità degli asset dell'impresa; ad una impresa che detiene alti livelli di cassa ed equivalenti dovrebbe corrispondere uno sconto più esiguo,
- La possibilità futura di quotazione; più questa possibilità è probabile e minore sarà lo sconto di illiquidità,
- Le condizioni finanziarie dell'impresa; un'impresa in salute sarà più facile da vendere quindi si applicherà uno sconto minore,

- La dimensione dell'impresa; tematica già discussa in precedenza.

Stabilire l'entità dello sconto per illiquidità rappresenta un ostacolo visto che non può essere osservato. Difatti, la maggior parte degli studi a riguardo, prevalentemente sul mercato degli USA, si incentra sull'osservazione delle restricted securities.

Le restricted securities si distinguono per la possibilità di essere negoziate soltanto attraverso collocamenti privati e non possono essere cedute sul mercato per un periodo di due anni. Quando questi titoli sono emessi, il prezzo di emissione presenta un significativo sconto rispetto alle azioni liberamente negoziate della medesima società. Si stima uno sconto mediamente tra il 30% e il 35% (Massari e Zanetti, 2008, p. 432). Ne deduciamo che sembra sostanzialmente esserci una relazione tra prezzo e liquidità. Per quanto riguarda la pratica professionale, Damodaran riporta uno sconto fissato tra il 20% e il 30%, per lo più invariante rispetto al tipo di società trattata. Massari e Zanetti confermano mediamente nella prassi professionale l'uso di uno sconto attorno al 30%. Tuttavia, l'applicazione di uno sconto indiscriminato rispetto alle caratteristiche dell'impresa non rappresenta una scelta coerente almeno sul piano teorico. Si rileva infatti che lo sconto tenderebbe ad essere minore in presenza di ricavi elevati e quando l'impresa è in utile, cioè quando l'impresa è in salute; inoltre si rileva la tendenza ad avere sconti più esigui per società di dimensioni più grandi. Difatti, Guatri e Bini (2005), pur individuando uno sconto mediamente del 35%, specificano che per quelle imprese di dimensione maggiore e finanziariamente solide lo sconto si attesti al 14%, mentre per imprese di minori dimensioni e in dissesto finanziario tale sconto sale al 50%. Sorge quindi il problema dell'aggiustamento dello sconto di illiquidità.

Una prima strada è aggiustare lo sconto rispetto ai ricavi e discriminando in base alla presenza o meno di utili sfruttando le informazioni che si possono trarre dagli studi sui prezzi delle restricted stock. Tuttavia, fare uso di studi basati su campioni molto piccoli (come è il caso delle restricted stocks) ed estenderne i risultati per calcolare sconti di illiquidità per piccole e medie imprese non quotate non conduce a stime precise (a tal proposito si veda Damodaran, 2012, p. 685).

Per pervenire a stime più affidabili dovremmo avere a disposizione un sample molto ampio. Potremmo arrivare a definire tale sample se facessimo una considerazione importante: nessun titolo è completamente liquido. Infatti, anche all'interno dei mercati

quotati stessi la liquidità varia molto, la differenza tra il prezzo bid e il prezzo ask può essere vista come una misura del costo della liquidità. Di particolare interesse non è tanto il valore assoluto del bid-ask spread quanto il suo valore in rapporto al prezzo del titolo a cui è riferito.

Per arrivare a stimare lo sconto di illiquidità è necessario mettere in relazione il bid-ask spread rilevato sul mercato con delle variabili che siano osservabili anche nelle PMI private, di modo da individuare una relazione che permetta il calcolo dello sconto. Una strada per individuare una relazione è quella di effettuare una regressione. Damodaran ha ipotizzato la seguente equazione di regressione:

$$\text{Spread} = \alpha + \beta_1 \ln(\text{Annual Revenues}) + \beta_2 (\text{DERN}) + \beta_3 (\text{Cash/Firm Value}) + \beta_4 (\text{\$Monthly trading volume / Firm Value})$$

Dove:

Spread = spread espresso come percentuale del bid-ask spread rispetto al prezzo del titolo a cui è riferito;

DERN = variabile che assume valore 1 se l'impresa è in utile altrimenti 0 se è in perdita.

Questa regressione viene estesa ad un campione più ampio delle sole restricted stocks di modo da avere una numerosità sufficientemente elevata. Una volta stimati i coefficienti dell'equazione, essa può essere applicata per calcolare lo sconto illiquidità come bid-ask spread percentuale, avendo cura di due accortezze: il trading volume deve essere logicamente impostato a 0 e al posto del rapporto Cash/Firm Value potremmo inserire il rapporto Cash/Revenues.

Tuttavia, siccome il processo valutativo deve essere adattato al contesto di valutazione, è necessario fare una precisazione: nel caso il business venisse valutato ai fini della vendita ad una società quotata oppure in vista di una Initial Public Offering sarebbe più opportuno non praticare alcun sconto di illiquidità.

Guatri e Bini (2005) riportano, oltre agli studi sulle restricted stocks, l'esistenza di ulteriori studi sul premio di illiquidità, orientati rispettivamente all'osservazione degli scostamenti tra prezzi in transazioni private alcuni mesi precedenti l'IPO e prezzi di collocamento oppure all'incidenza dei costi diretti e indiretti nelle operazioni in sede di IPO. Gli

autori tuttavia non negano la presenza di molti punti deboli, non tanto nell'appurare l'esistenza degli sconti di illiquidità, ma quanto nella loro quantificazione. Ciascuno dei diversi studi in materia di illiquidità produce risultati ampiamente diversi e risulta difficile poter definire una misura media di sconto di illiquidità. Altra questione rilevante è che la maggior parte degli studi che mira a confrontare le transazioni private rispetto a quelle sui mercati quotati non è in grado di separare ed isolare il solo fattore illiquidità rispetto alla totalità dei fattori che giustificano le discrepanze tra le diverse transazioni (a tal proposito si veda Guatri e Bini, 2005, pag. 961 e ss.).

### *1.3.3. L'informazione finanziaria prospettica*

Fino a questo punto, come si può notare, l'attenzione si è concentrata sul definire un tasso di attualizzazione congruo rispetto all'esposizione al rischio del business e ne risulta che non esiste ad oggi una tecnica di calcolo generalmente accettata, come non esiste un'intesa sull'applicazione o meno di premi al rischio specifici. In un contesto di incertezza così definito forse varrebbe la pena rivalutare le consolidate tecniche valutative che si sono affermate nel tempo.

Guatri (1998) afferma: "Il convincimento cui si è pervenuti [...] è che sui flussi attesi, come sulla loro durata, regni l'incertezza; mentre per quanto concerne il tasso esistono possibilità di misurazione del rischio, in riferimento ai rendimenti correnti di investimenti omogenei". In generale, il mondo anglo-sassone propende verso l'adozione di tecniche di misurazione del rischio e quindi verso l'adozione di un tasso che espliciti la rischiosità dell'iniziativa. Non tutti concordano con tale orientamento, d'altronde nemmeno il rischio è misurabile obiettivamente.

Infatti, nonostante esistano molti metodi per il calcolo del tasso, nessuno di questi porta alla definizione di una distribuzione di probabilità e quindi ad una misura statistica del rischio d'impresa (Guatri, 1998, p. 72). Inoltre, la maggiorazione del tasso con l'aggiunta di un premio per il rischio rappresenta in ogni caso un'operazione approssimativa, incerta e non estranea alla soggettività, vale a dire che anche la parte obiettiva e dimostrabile risente delle eventuali ipotesi semplificatrici e delle assunzioni legate al giudizio



del valutatore. A tal punto, tanto varrebbe operare sui flussi applicando le rettifiche necessarie e quindi scaricare l'incertezza nella previsione dei flussi attesi.

La definizione di un tasso di sconto è un'operazione discrezionale, lontana quindi dall'idea che vorrebbe il tasso come risultato oggettivamente misurabile e matematicamente esatto di una relazione tra tassi correnti sul mercato, coefficiente beta e un numero esiguo di caratteristiche dell'impresa oggetto di valutazione. Il tasso non è nient'altro che un capitolo dell'analisi fondamentale e deve essere coerente con la qualità di flussi attesi. In tal senso, il tasso di sconto può essere scisso in due parti: una parte relativa al costo-opportunità del capitale proprio, ovvero riferita alla remunerazione ottenibile da investimenti azionari simili (ammettendo una possibile non coincidenza in tutti i profili di rischio); e una parte identificabile negli aggiustamenti mirati a bilanciare la bontà o meno dei flussi di risultato prospettici a disposizione (Guatri e Bini, 2005, pag. 241). Conseguentemente, quello che si viene a definire è un saggio aggiustato per il rischio. Tuttavia, Guatri e Bini fanno una precisazione: il saggio aggiustato per il rischio è coerente con l'attualizzazione di flussi di risultato ragionevolmente attendibili e credibili, che non si accostano però al concetto di "equivalenti certi". Inoltre, il saggio aggiustato per il rischio comprende la parte di rischio non diversificabile, quindi nel caso di imprese con un elevato rischio totale ma basso rischio non diversificabile gli sforzi del valutatore dovrebbero orientarsi alla stima dei flussi di risultato attesi. Si sottolinea inoltre che generalmente il rischio diversificabile sovrasta quello non diversificabile (a tal proposito si veda Guatri e Bini, 2005, pag. 242), sono infatti pochi i settori nei quali il rischio non diversificabile è prevalente come ad esempio per il settore bancario, assicurativo ramo vita oppure petrolifero.

Più recentemente, Bini (in "La valutazione delle aziende", volume 1, luglio 2019) individua nell'ascesa dei criteri finanziari, quali il DCF, la deresponsabilizzazione dei valutatori in materia di analisi fondamentale, ovvero: "la valutazione ha finito per appoggiarsi ai piani delle imprese e gli esperti hanno iniziato a considerare come dati i flussi di cassa dei piani e ad interessarsi ai tassi di sconto, consapevoli che i piani potevano presentare gradi di incertezza e di aggressività che occorreva compensare con tassi di sconto crescenti.". Tale tendenza ha contribuito allo svilupparsi della moltitudine di approcci di calcolo dei tassi di attualizzazione che talvolta risultano slegati dalle evidenze di

mercato, si pensi ad esempio alla configurazione di tassi di sconto in doppia cifra. Inoltre, prendendo i piani delle imprese come dati, si ha una decisa presa di distanze con quelle che sono le informazioni di fonte aziendale, andando quindi a ridurre la distanza tra valutazioni basate su informazioni pubblicamente disponibili e valutazioni basate su informazioni interne. Secondo Bini il valore restituito dal DCF rappresenta un valore potenziale il quale ha riscosso notevole successo finché, durante una fase di espansione degli indici di borsa, i prezzi di mercato coincidevano con i potenziali.

Particolare attenzione merita quindi l'analisi del piano a disposizione per la determinazione dei flussi attesi. Se il valore del business dipende dalla capacità futura di produrre flussi allora la determinazione dei flussi attesi rappresenta un passo cruciale nel processo valutativo. La quantificazione dei flussi attesi dovrebbe basarsi su informazioni finanziarie di natura prospettica le quali si identificano come il complesso di informazioni qualitative e quantitative derivanti da un processo di previsione. I piani sono costruiti su una serie di ipotesi di base, dette assumptions; ne deriva quindi che la qualità delle informazioni prospettiche dipende dalla sensatezza e dalla coerenza delle assumptions. La valutazione sarà facilitata nel caso in cui le assunzioni sul contesto economico generale e settoriali possano essere comprovate da informazioni di fonte attendibile e se sussiste una correlazione tra i risultati delle aziende del settore e i fattori chiave sottolineati dal contesto economico generale e settoriale (Massari e Zanetti, 2008, p. 61).

Questo ci porta al concetto di ragionevolezza dell'informazione prospettica; il valutatore infatti deve arrivare ad un autonomo giudizio sulla ragionevolezza dell'informazione finanziaria prospettica. L'informazione finanziaria prospettica si definisce 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" (Bini, in "La valutazione delle aziende", volume 1, luglio 2019, p.15). A tal fine si può distinguere tra piena ragionevolezza, per la quale non sono necessarie alcune modifiche a fini valutativi; ragionevolezza limitata, quando per essere utilizzata a fini valutativi necessita l'adozione di rimedi; e assenza di ragionevolezza, la quale non permette l'utilizzo dell'informazione finanziaria prospettica.

L' idoneità delle informazioni prospettiche è valutata rispetto a due criteri, cioè la sussistenza di assunzioni ragionevolmente obiettive per quanto riguarda il futuro e la dipendenza o meno rispetto al verificarsi di uno scenario specifico.

Il primo criterio ci permette di fare una distinzione tra previsioni e proiezioni. Le previsioni sono estratte sulla base della miglior informazione disponibile e trovano riscontro nell' analisi storica, nel confronto con un benchmark costituito da società comparabili e nel consenso espresso da fonti di previsione esterne. Potremmo parlare di previsioni, ad esempio, nel caso di società in fase stazionaria, operanti in settori stabili, con flussi prospettici coerenti con le tendenze del settore in cui opera. Le proiezioni, contrariamente, non si basano su assunzioni ragionevolmente obiettive sulle condizioni future ma piuttosto su assunzioni ipotetiche che chi redige il piano ritiene coerenti con le finalità per cui lo si redige. Potremmo parlare di proiezioni quando si intraprendono nuove iniziative, ad esempio l' entrata in un nuovo segmento di mercato o il lancio di nuovi prodotti.

Il secondo criterio ci permette di distinguere tra flussi prospettici condizionati o meno. Si parla di flussi prospettici non condizionati quando il piano si basa su uno scenario medio-rappresentativo, quindi i flussi sono flussi medi attesi e non sono vincolati al verificarsi di un singolo specifico scenario. Contrariamente, si parla di flussi prospettici condizionati quando il piano si basa sullo scenario più probabile, che non è detto coincida con lo scenario medio atteso. In tal caso i flussi prospettici sono condizionati al verificarsi dello scenario alla base del piano. Quest' ultima distinzione è molto importante in quanto in caso di flussi medi attesi si procederà allo sconto al costo del capitale, mentre in caso di flussi condizionati si dovrà aggiungere al tasso un premio per il rischio dello scenario.

Distinguere tra previsioni, proiezioni e flussi prospettici condizionati o meno, ci permette di effettuare una scomposizione del tasso di sconto, come definita da Bini:

$$\begin{aligned} Tasso_{risk\ adj} = R_f + Premio\ rischio\ d'impresa + Premio\ rischio\ execution \\ + Premio\ rischio\ scenario \end{aligned}$$

Dove il premio per il rischio di execution è inserito in caso di proiezioni e il premio rischio di scenario è inserito in caso di flussi prospettici condizionati.

Dobbiamo ora considerare che, se nelle grandi imprese vengono redatti regolarmente i cosiddetti piani industriali al fine di definire gli obiettivi strategici di medio-lungo termine, tutto ciò solitamente non avviene nelle piccole imprese. Molto spesso le piccole imprese redigono i piani solo in coincidenza di determinati eventi come la quotazione in borsa ma anche quando viene richiesto dagli istituti di credito oppure proprio per lo svolgimento di un processo valutativo. Inoltre, non essendo dotate di uno strutturato processo di pianificazione, i piani vengono solitamente redatti da consulenti esterni all'impresa. A tal proposito, Massari e Zanetti (2008) ritengono difatti molto più complicata la valutazione di imprese di piccole dimensioni rispetto a imprese consolidate sul mercato. Tutto questo spinge a sottolineare ancora di più l'importanza di svolgere un'analisi accurata del piano e delle informazioni che se ne ricavano. Soprattutto, la scomposizione del tasso riportata da Bini, applicata al contesto delle PMI appena descritto, sembrerebbe "confermare" la presenza di un qualche premio per il rischio in eccedenza rispetto ai soli rischi di mercato, data la possibilità che il giudizio sulle informazioni prospettiche sia di ragionevolezza limitata se non assente. Ciò non toglie che i premi per il rischio debbano essere ragionevoli, ovvero trovare riscontro nel mercato e soprattutto essere il riflesso dei soli rischi che non vengono considerati dai flussi prospettici. Dello stesso parere è Guatri (1998), che pone in esame il caso di un piano fondato su uno scenario di crescita attesa, sottolineando che se le ipotesi su cui verte il piano non sono abbastanza credibili la soluzione preferibile per rimediare a tale rischio è focalizzarsi sulle analisi storico-previsionali, di modo da rendere ragionevoli le proiezioni. Per Guatri trasferire il problema alla definizione del tasso di sconto è in sostanza una "ammissione delle insuperabili difficoltà concrete di previsioni analitiche". Tutto questo fermo restando che se l'informazione prospettica dovesse essere totalmente priva di ragionevolezza allora il valutatore non può farne uso né portarla alla ragionevolezza tramite aggiustamenti.

C'è anche da considerare che un contesto più piccolo potrebbe sì significare meno informazioni disponibili, ma anche possibilità di comprensione più immediate. Ciò non toglie che, nonostante possano essere applicate delle semplificazioni, la base informativa debba essere adeguata, si necessitano quindi informazioni che siano rilevanti e sufficienti ad assicurare la bontà delle stime.

Si conclude il capitolo riepilogando in Tabella 3 le opinioni degli autori verso i principali temi di discussione in materia di valutazione delle piccole e medie imprese.

Tabella 3: Riepilogo linee di pensiero degli autori.

<b>Autore</b>	<b>CAPM modificato con size premium</b>	<b>Aggiustamenti al beta</b>	<b>Aggiustamenti per illiquidità</b>	<b>Qualità delle informazioni prospettive e rettifiche</b>
Guatri	Ne riconosce l'uso ma ne critica l'arbitrarietà.	Ammette la possibilità di applicare una maggiorazione in ragione delle piccole dimensioni e dell'illiquidità.	Rileva uno sconto mediamente del 35% sul prezzo dei titoli.  Ne ammette la considerazione tramite rettifica del beta.	Data la mancanza di oggettività nella definizione del tasso di sconto, propone maggior attenzione nella stima dei flussi attesi.
Massari e Zanetti	Rilevano la mancanza di parametri di mercato per la valutazione dei rischi specifici.	Non applicano aggiustamenti specifici per le PMI.	Sconto sul prezzo dei titoli del 30-35%.	Sottolineano l'importanza della sensibilità relativa alle assumptions alla base dei piani aziendali e la correlazione con i risultati delle imprese dello stesso settore.
Boudreaux et al.	Le componenti non sono separabili e il modello porta spesso a stime del cost of equity in doppia cifra.	Non rilevato.	Non rilevato.	Non rilevato.
Bini	Ne riconosce l'uso ma ritiene il size premium giustificato solo	Ammette la possibilità di applicare una maggiorazione in ragione	Rileva uno sconto mediamente del 35%	Sottolinea l'importanza della valutazione della ragionevolezza dei

	in caso di rischio di spiazzamento competitivo.	delle piccole dimensioni e dell'illiquidità.	sul prezzo dei titoli. Ne ammette la considerazione tramite rettifica del beta.	piani aziendali. Il tasso di sconto è rettificato in relazione alla qualità dell'informazione prospettica.
Ang	Il size premium è privo di una teoria di base e i premi calcolati sono artefatto del sample considerato.	Non rilevato.	Non rilevato.	La rettifica dei cash flow come soluzione migliore in caso di rischi in qualche modo correlati alle piccole dimensioni.
Grabowski	Il size premium è giustificato dalla maggior rischiosità delle piccole imprese indotta dalle loro caratteristiche.	Non rilevato.	L'illiquidità è un fattore di rischio delle PMI ed è parte del size premium.	Non rilevato.
Damodaran	Non applica size premiums. Propone l'uso di un Venture Capital Premium ma non nega la difficile comparabilità tra Venture capitalists e possessori di titoli PMI.	Considera il Total Beta per comprendere tutto il rischio a cui è esposto il business (ad eccezione del caso IPO).	Sconto del 20-30% (ad eccezione del caso IPO).	Propone varie integrazioni per considerare il salario del management, la mescolanza tra spese personali e aziendali, la presenza di figure chiave.

## Capitolo II: La fattibilità dei piani strategici

### 2.1. “Previsione efficiente”

Il processo valutativo, come sappiamo, è un’operazione di una complessità elevata. Proprio per questa complessità, il valutatore deve dotarsi di una base informativa il più ampia possibile, cui si aggiunge il contributo rilevante dell’analisi fondamentale, al fine di svolgere una analisi dei dati di mercato di società comparabili, contribuire alla definizione di un tasso coerente con gli elementi della stima ma, soprattutto, per arrivare alla definizione dei flussi di risultato attesi, la quale si auspica avvenga sulla base di un piano che venga giudicato sostenibile (OIV, Principi Italiani di Valutazione, 2015, pag. 111). Vedremo infatti che arrivare ad un giudizio sulla qualità del piano sarà uno dei punti centrali in vista della definizione della componente di execution risk. Iniziamo con il dare una definizione dell’analisi fondamentale.

L’analisi fondamentale è definita come: “il processo che organizza tutte le informazioni (previamente raccolte nelle basi informative e nel piano), le seleziona, le controlla, le elabora, le interpreta, ne compone le (eventuali) contraddizioni, ne giudica l’affidabilità; le traduce infine in strumenti idonei per una previsione “efficiente”.” (Guatri, 2006, pag. 252).

La centralità dell’analisi fondamentale è un punto di arrivo al quale si è arrivati circa nel 2005 a partire dalla contrapposizione della “proiezione efficiente” alla “proiezione burocratico-convenzionale” che si era affermata nel passato ma che poneva non pochi dubbi in merito all’affidabilità e alla fondatezza delle basi dei flussi futuri (Guatri, op. cit., pag. 53 e ss.). Al fine di arrivare ad una “previsione efficiente” è necessario raccogliere ed organizzare una quantità rilevante di informazioni a partire dal quadro macroeconomico settoriale, al quadro storico dei risultati e all’analisi strategica. In particolare, l’analisi strategica è in stretto legame con la pianificazione e funge da supporto alle formule finanziarie. Infatti, la maggior parte degli errori nelle valutazioni d’aziende proviene da carenze negli input, ovvero da carenze alla base dei dati che poi vengono inseriti nelle formule (a tal proposito si veda Guatri, 2007, pag. 217). Spesso per rimediare a input di scarsa qualità si è fatto ricorso a criteri di valutazione complessi o a strumenti sofisticati

quali software per la stima in grado di arrivare a definire un range di possibili risultati a partire dalla definizione di una distribuzione di probabilità della variabile casuale (Guatri, 2006, pag. 261). Bisogna dire che le formule per la valutazione, per quanto elaborate, non è detto che siano in grado di considerare tutti gli effetti delle leve del valore d'azienda. Inoltre, l'utilizzo di modelli complessi e software sofisticati conduce a risultati certamente elaborati ma non dotati di maggior capacità esplicativa o di dimostrabilità; si ritorna quindi alla base ovvero alla necessità di adeguate basi informative e di un'accurata analisi fondamentale al fine di andare oltre le mere formule finanziarie arrivando ad una comprensione delle capacità, delle competenze e delle strategie dell'impresa, nonché del mercato in cui opera.

Accanto alla base informativa, elemento imprescindibile è la presenza di un piano, dotato di determinati requisiti. Secondo Guatri (2007): "Senza un Piano Strategico, basato su idonee informazioni, redatto con criteri razionali e con coerenza, è illusorio pensare che gli input assunti nelle valutazioni non corrano il serio rischio di risultare di qualità scadente.". Ci sono alcune condizioni affinché il piano non sia viziato da "errori" destinati a riversarsi sugli input dei modelli.

In primo luogo, si auspica che il piano venga costruito dal management, questo perché l'organo manageriale deve essere attivamente coinvolto nell'attività di pianificazione che poi sarà chiamata a portare a realizzazione. Infatti, se il piano venisse redatto da soggetti terzi, questi non sarebbero responsabili della sua realizzazione perché non ne rispondono e quindi verrebbe a mancare l'intento strategico. Il focus è proprio sull'implementazione del piano, un concetto che riguarda il management, i poteri dei vertici aziendali, la cultura d'impresa, le competenze, le capacità di leadership e organizzative; temi che non possono essere imputati ad un soggetto terzo quale ad esempio un advisor. Le lacune nella capacità o possibilità di implementare il piano sono fonte di rilevanti errori nei piani.

Al di là del caso in cui il piano venga redatto da soggetti esterni; la capacità di implementare il piano può essere valutata anche in relazione all'esperienza maturata dall'impresa in merito all'attività di pianificazione ovvero quanto la pianificazione è una consuetudine nell'ambiente aziendale. Tuttavia, è bene precisare che la sola abitudine alla pianificazione non è sufficiente a giudicare la capacità di implementazione in quanto è necessario



considerare anche gli scostamenti storici tra quanto viene pianificato e poi realizzato: l'attitudine negli anni a raggiungere gli obiettivi pianificati contribuisce ad un giudizio di affidabilità del piano. D'altronde non è del tutto irrealistico pensare che il management possa essere dotato di spiccate doti di ideazione e formalizzazione di piani strategici ma che allo stesso tempo possa mancare di capacità implementative.

Tuttavia, c'è da dire che il valutatore non ha sempre a disposizione un piano. La possibilità che l'esperto proceda alla redazione autonoma di un piano genera non pochi dubbi. Come già espresso, verrebbe a mancare l'intento strategico e quindi la responsabilità del management a impegnarsi per la sua realizzazione; la costruzione del piano finirebbe per diventare quasi una mera esercitazione (Guatri, 2006, pag. 258). Inoltre, la costruzione di un piano da parte dell'esperto, il quale non è inserito nell'ambiente aziendale, è un'operazione costosa e particolarmente complicata e rappresenta un'eventualità rara oltre che applicabile solo in certe circostanze. Si può ben capire che l'affidabilità del piano, in tale caso, sarebbe particolarmente limitata.

Eventualità diversa è quella della correzione del piano. In presenza di un piano non pienamente credibile l'esperto può scegliere di apportare delle modifiche al piano. Tali modifiche tuttavia devono essere adeguatamente motivate e supportate dalla base informativa e dall'analisi strategica. Le correzioni possono assumere varie forme, ad esempio una scelta potrebbe essere quella di tramutare i flussi previsti dal piano in fasce di valori costruite variando alcune componenti fondamentali nella previsione. Accanto alle correzioni abbiamo delle modifiche funzionali all'uso dei modelli di valutazione al fine di limitare la possibilità di errori negli input. In particolare, se si considera il DCF model, gran parte del rischio di errore risiede nel valore terminale, ovvero l'input di minor qualità in quanto variabile di più difficile determinazione nonché di peso maggiore sul risultato finale. I piani redatti dal management solitamente (e giustamente) non coprono archi di tempo molto lunghi, per questo motivo si tende ad allungare il periodo di previsione fino a coprire archi di dieci e più anni in modo da diminuire il peso del valore terminale sul valore finale. Tale modifica frequentemente avviene applicando un tasso di crescita costante al flusso dell'ultimo anno previsto dal piano. Anche questa pratica, tuttavia, deve essere motivata e documentata per non incorrere nel rischio di aggiungere ulteriori errori negli input (Guatri, 2007, pag.226 e ss.).

Al di là dei temi appena esposti, il valutatore deve arrivare ad esprimere un giudizio sul piano che gli viene presentato per la definizione dei flussi di risultato attesi e ciò è possibile tramite l'applicazione di una accurata analisi fondamentale, la quale si articola secondo OIV (2015, pag. 112) in fasi ben precise, che sono tra l'altro l'anticipazione del contenuto dei prossimi paragrafi:

- Analisi strategica di settore, mirata ad individuare i fattori critici di successo e le prospettive generali;
- Analisi strategica a livello aziendale, mirata ad individuare le fonti del vantaggio competitivo e la loro sostenibilità;
- Analisi della documentazione contabile aziendale, mirata all'individuazione dei driver di valore;
- Analisi delle previsioni economiche e finanziarie;
- Analisi dello scenario economico e del mercato dei capitali, per quanto riguarda i tassi, i risultati di società comparabili e gli eventuali giudizi degli analisti.

Ai fini del processo valutativo, il valutatore deve acquisire conoscenze relative a tutte le fasi della pianificazione a partire da come il processo di pianificazione viene svolto (e soprattutto quanto è efficientemente articolato) e, come già sottolineato, l'esperienza pregressa con la pianificazione. Il piano viene valutato in particolare sotto il profilo della robustezza e in base alla ragionevolezza delle ipotesi e delle stime effettuate dal management. Le informazioni, sia esterne che interne, raccolte dal valutatore devono essere idonee a contribuire a valutare la plausibilità dei flussi di risultato attesi e la sostenibilità del piano nel complesso. A ciò si aggiunge la identificazione dei rischi impliciti nel processo di valutazione (a tal proposito si veda OIV, op. cit., pag. 113). Se possibile, di rilevanza nel processo di valutazione è un confronto con il management, al fine di acquisire evidenze in merito agli aspetti appena citati, ma soprattutto in caso di necessità di una modifica del piano, più comunemente l'allungamento del periodo di previsione stabilito dal piano.

Trattando in questo caso il tema delle piccole e medie imprese, è necessario fare una precisazione: "Nel caso di imprese di minori dimensioni, l'informativa acquisibile dall'esperto, anche esercitando la migliore diligenza, può essere limitata. Tuttavia, ciò non esclude la possibilità di effettuare comunque una valutazione [...]." (OIV, op. cit.,

pag. 114). Tutto questo fin tanto che vengono rispettate tutte le fasi in cui si articola il processo valutativo (a tal proposito si veda OIV, op. cit., pag. 11).

## 2.2. La base informativa e l'analisi fondamentale

La base informativa e l'analisi fondamentale svolgono un ruolo determinante nel colmare le "lacune" di modelli e formule, in particolare nel comprendere tutti i fattori determinanti del valore d'azienda. Inoltre, l'individuazione di questi "key drivers" e l'analisi dei loro comportamenti futuri saranno tra i punti principali per l'analisi fondamentale.

### 2.2.1. L'analisi strategica

La prima componente è l'analisi strategica. L'analisi strategica comprende il quadro macroeconomico, il quadro di settore e l'analisi delle risorse e delle competenze dell'impresa. Nonostante non ci sia un modello predefinito sullo svolgimento dell'analisi strategica e sull'organizzazione delle informazioni, potremmo richiamare un quadro basato sulle leve del valore, come riportato in Tabella 4.

Tabella 4: Analisi strategica in base alle leve del valore.

Leve del valore	
A) Attrattività del settore	Struttura, ciclo di vita, nuovi entranti, innovazione, prodotti sostitutivi, potere degli acquirenti e dei fornitori, politica industriale, contesto macro
B) Competenze di base	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Acquisti</li> <li>• Produzione</li> <li>• Distribuzione fisica</li> <li>• Organizzazione commerciale</li> <li>• Marketing</li> </ul>
C) Competenze distintive	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Innovazione</li> <li>• Risorse umane</li> <li>• Intangibili specifici</li> <li>• Tecnologia informatica</li> </ul>
D) Leve centrali	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Finanza</li> <li>• Fiscalità</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Relazioni pubbliche</li> <li>• Top management</li> <li>• Capacità strategica</li> <li>• Comunicazione esterna</li> </ul>
--	---

Fonte: Bini M., Guatri L., Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Università Bocconi Editore, Milano: EGEA, 2005, pag. 60.

I value drivers sono i fattori che contribuiscono ad incrementare i cash flows e a ridurre il rischio, generando un aumento del valore dell'impresa. Riguardo i value drivers dobbiamo fare delle precisazioni, essi sono numerosi e svariati e in alcuni casi firm-specific; ne potremmo fornire un dettaglio dei principali secondo quanto definito dal dizionario di Corporate Finance Institute<sup>1</sup>.

Un primo fattore determinante del valore è la presenza di economie di scala, ci si dovrebbe chiedere se l'impresa sta sfruttando a pieno tale leva o se ci sarà la possibilità di potenziarla anche attraverso l'outsourcing o accordi di joint venture, di modo da abbassare i costi di produzione e incrementare il proprio potere d'acquisto. Altra leva molto importante è la tecnologia, spesso il tasto dolente delle piccole imprese. Solitamente le PMI non dispongono delle risorse monetarie per investire massicciamente in ricerca e sviluppo, incontrando quindi delle difficoltà nel tenere il passo degli sviluppi tecnologici del settore. Le conseguenze sono il rischio di obsolescenza dei prodotti offerti, la perdita di quota di mercato e una crescita esigua. Quello che bisogna chiedersi è appunto quanto l'impresa investe o sarebbe in grado di investire in ricerca e sviluppo ma soprattutto se ci sono al corrente degli sviluppi tecnologici nel settore che potrebbero mettere in difficoltà la capacità dell'impresa di soddisfare le richieste future della clientela. Un terzo fattore è rappresentato dalla gamma di prodotti offerti; molte piccole imprese infatti offrono una ristretta quantità di prodotti, spesso facendo di un mercato di nicchia il loro punto forte. Tuttavia, questo le espone al rischio che i clienti di maggiori dimensioni si rivolgano ad imprese in grado di offrire gamme di prodotti più complete. Nell'analizzare tale fattore è utile chiedersi se imprese dello stesso settore, similmente

---

<sup>1</sup> Consultabile all'indirizzo web <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/valuation-drivers/>.

dotate offrono prodotti diversi da quelli dell'impresa in questione. Altro value driver è l'accesso alle fonti di finanziamento. Le PMI di solito hanno accesso limitato al mercato del credito, infatti è utile che l'impresa sia sempre al corrente della composizione delle proprie fonti di finanziamento e soprattutto del tipo di capitale di cui necessita per raggiungere gli obiettivi futuri (concetto che sarà richiamato anche successivamente nell'analisi del piano). Altra leva oggetto di analisi è quella delle performance finanziarie; è importante infatti identificare impegni e fonti di finanziamento unitariamente agli indicatori che se ne ricavano per quanto riguarda la liquidità, la solvibilità e la profittabilità, comparandoli con imprese simili dello stesso settore.

Si passa poi al driver relativo alle risorse umane. Le caratteristiche di maggiore interesse sono in particolare la preparazione, le capacità creative, la competenza, l'esperienza. Oggetto di interesse è la pertinenza delle capacità delle risorse umane con quanto richiesto nell'attività dell'impresa e soprattutto se presentano un sufficiente livello di competenza; di rilievo potrebbe essere la valutazione delle procedure di controllo qualità messe in atto. Inoltre, ci si potrebbe chiedere se l'impresa è fortemente dipendente dalle conoscenze di una o più figure chiave. Si considera poi il driver relativo alla clientela, in particolare la platea dei clienti. Avere un certo numero di clienti che cresce nel tempo è uno dei presupposti della continuità dell'attività d'impresa oltre che dell'accrescimento dei flussi di risultato. Infatti, accrescere l'attività concentrandosi solo su di un ristretto numero di clienti presenta innanzitutto dei limiti rispetto alla crescita ottenibile ma soprattutto rischia di creare una dipendenza da quei clienti. Tra le variabili su cui investigare in particolare troviamo la percentuale di ricavi ricoperta dai primi cinque clienti più importanti per studiarne la concentrazione. Altra leva importante è quella relativa al marketing, di grande rilevanza nell'accrescere il numero di clienti. Alcune domande da porci riguardano la forza del brand dell'impresa e le capacità dell'impresa in ambito marketing. In linea con l'attualità è necessario poi tenere in considerazione se l'impresa è presente sui social media e se ha un proprio sito web aziendale, specificando che la sola presenza di un sito non è granchè significativa senza considerare l'efficienza con cui è stato progettato e quanti contatti è in grado di ricevere. Ultima leva, ma non per importanza, è quella relativa alla strategia. Molte imprese non hanno familiarità con

la pianificazione a lungo termine, gran parte, infatti, si limita alla previsione di budget annuali. Per creare valore è invece fondamentale una adeguata attività di pianificazione.

Chiaramente, non tutte le leve elencate possono essere analizzate in termini quantitativi. Lo scopo è quello di svolgere ricerche accurate e raccogliere informazioni sulle leve al fine di analizzarne la loro condizione attuale, le loro tendenze e la possibilità di effettuare degli interventi migliorativi, arrivando nel caso sia possibile a stimarne i risultati e gli oneri (Guatri e Bini, 2005, pag. 61).

Alle leve del valore si aggiungono le leve del prezzo, il cui punto centrale è la comunicazione finanziaria. Dato che tali leve riguardano maggiormente le dinamiche dell'impresa nei mercati quotati e gli stakeholders, potremmo pensare che tale tema sia marginale per le PMI. Tuttavia, nulla toglie che una efficace comunicazione finanziaria contribuisca a rendere credibili le linee strategiche intraprese dall'impresa.

### *2.2.2. L'analisi storica*

L'analisi storica prende a riferimento i risultati storici dell'impresa in ambito contabile, finanziario ed economico (per quel che non è desunto dalla contabilità).

L'analisi storica contabile, più che ai valori assoluti, punta a rilevare quei valori relativi maggiormente significativi ai fini dell'analisi, come i margini lordi o netti sulle vendite, il ROI, il ROE eccetera. Tuttavia, una questione di centrale importanza è la verifica della veridicità dei dati contabili dato che se questi non sono caratterizzati da attendibilità allora nemmeno i risultati relativi saranno attendibili. Come si vedrà in seguito la veridicità dei dati sarà ripresa; rappresenta, infatti, un requisito indispensabile ai fini del giudizio di fattibilità dei piani come riportano i Principi di attestazione dei piani di risanamento approvati dal CNDCEC.

Se i dati finanziari solitamente sono desumibili dai prospetti di bilancio e dai prospetti contabili, più ostico è estrarre quei dati economici che non sono subito evidenziati dalla contabilità. Le due principali categorie in questo caso sono gli intangibili e le plusvalenze o minusvalenze inesprese (si pensi ad esempio ai titoli, alle partecipazioni, ai fondi rischi).

Si riassume in Tabella 5 le componenti del quadro storico dei risultati.

Tabella 5: Componenti dei dati contabili, finanziari ed economici per l'analisi storica.

Dati contabili
<ul style="list-style-type: none"><li>• Utili netti</li><li>• EBIT, EBITDA</li><li>• ROE, ROI</li><li>• Vendite</li><li>• Margini netti percentuali sul giro d'affari</li><li>• Margine lordo percentuale sul giro d'affari</li></ul>
Dati economici
<ul style="list-style-type: none"><li>• Intangibili (investimenti annuali e impairment)</li><li>• Plusvalenze e minusvalenze inesprese</li></ul>
Dati finanziari
<ul style="list-style-type: none"><li>• Flussi di cassa</li><li>• Dividendi</li><li>• Interessi passivi</li><li>• Interessi netti (sulla posizione finanziaria netta)</li><li>• Ratios finanziari</li></ul>

Fonte: Bini M., Guatri L., Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Università Bocconi Editore, Milano: EGEA, 2005, pag. 62.

### 2.2.3. Informazione patrimoniale

Nonostante i modelli di valutazione di stampo patrimoniale non siano ormai più in uso, la base informativa non può prescindere da una adeguata informazione patrimoniale. In primo luogo, essa è indispensabile per lo svolgimento dell'analisi fondamentale. Inoltre, l'informazione patrimoniale consente di acquisire dettagli in merito al processo di ammortamento delle immobilizzazioni, alla dinamica nel tempo delle plus e minusvalenze, dei fondi rischi e degli accantonamenti (Guatri e Bini, op. cit., pag. 64). Si consideri inoltre che, valutare la consistenza delle attività e delle passività sarà di interesse per il valutatore in quanto un'ampia comprensione della situazione attuale dell'impresa è sicuramente utile anche in ambito di valutazione del piano.

Di non secondaria importanza, è la normalizzazione dei risultati contabili, ovvero la pratica di rendere omogenei i dati contabili che si succedono negli anni attuando una redistribuzione di quelle componenti di reddito di natura saltuaria, estranei alla gestione corrente, e andando a neutralizzare l'effetto di convenzioni contabili o politiche di bilancio distorsive. Target di tale operazione sono in particolare i proventi e i costi di natura straordinaria, provenienti cioè da beni estranei alla gestione aziendale o da fatti che non hanno attinenza con la gestione caratteristica. L'obiettivo è quello di avere dati di partenza che rappresentino risultati "normali". Nel contesto delle piccole imprese ciò non è scontato contando le anomalie che presentano come il tema della sproporzionata remunerazione dei manager/proprietari (Guatri e Bini, op. cit., pag 86).

#### *2.2.4. Piani pluriennali*

I piani pluriennali sono parte della base informativa che il valutatore è chiamato ad acquisire e in seguito ne vedremo i criteri con cui ne viene giudicata l'affidabilità. Per definizione, qualsiasi previsione è soggetta al rischio di non realizzarsi. Se parliamo di dati proiettati nel medio lungo termine tale rischio aumenta, come risulta complicato anche stimare con quale probabilità le previsioni potranno realizzarsi o meno, per quanto esse possano essere documentate e adeguatamente motivate.

Questo non toglie che nella pratica si miri quantomeno ad avere previsioni il più possibile affidabili, corrette, credibili e dimostrabili e ciò è possibile solo se le previsioni sono supportate dalla pianificazione. Come già ribadito, infatti, il focus è la comprensione di come si evolveranno le capacità dell'impresa nel periodo futuro, ovvero la dinamica dei suoi key drivers, in quanto valutare le prestazioni future dell'impresa non riguarda solo la successione dei cash flow futuri ma anche la capacità dell'impresa di svilupparsi, valorizzando quelle che sono le leve determinanti il suo valore. Fondamentale è, quindi, un'analisi accurata della situazione attuale al fine di evitare previsioni lacunose o inesatte.

Abbiamo già citato in precedenza la contrapposizione tra proiezioni burocratico-convenzionali e proiezioni efficienti, che si distinguono tra loro proprio per l'affidamento alla base a strumenti di analisi ma soprattutto alla presenza di un piano pluriennale.



Le proiezioni burocratico-convenzionali sono di facile applicazione, semplici da sviluppare e poco onerose, ma sono destinate a inficiare l'affidabilità di qualsiasi valutazione che si basi sulla stima dei flussi futuri attesi perché sono totalmente prive di dimostrabilità. Ai nostri fini si aggiunge anche che, a causa della loro semplice applicabilità, sono parecchio in uso soprattutto per le imprese di minori dimensioni (Guatri e Bini, op. cit., pag. 72).

Spesso, il punto di partenza nelle previsioni sono le vendite annuali future. Le previsioni burocratico-convenzionali a tal fine si affidano a formule semplificatrici, di cui potremmo fornire come esempio:

$$S_t = S_{t-1}(1 + g_t)$$

In tal modo, le vendite dell'anno  $t$  sono risultato dell'applicazione di un tasso di crescita  $g$  alle vendite dell'anno precedente.

I vari costi, da quelli commerciali a quelli generali e amministrativi spesso vengono conteggiati indirettamente come stima dell'EBIT percentuale sulle vendite, i quali vengono poi depurati di un tasso espressivo degli oneri fiscali.

Si può comprendere che tali formule, nella loro semplicità, non traducano le previsioni in dati analitici e ragionati, non sono di fatto dimostrabili o in qual modo affidabili.

Da qui si sottolinea, inoltre, la necessità di un piano formalizzato ed approvato. Il piano, essendo approvato dall'organo competente il quale è poi responsabile della sua attuazione, contribuisce all'accuratezza e alla dimostrabilità delle previsioni in quanto, oltre alle strategie future, mette in evidenza quali sono le ipotesi sulle quali il piano è stato costruito, permettendo quindi di valutarne l'affidabilità.

### **2.3. Analisi della sostenibilità e affidabilità dei piani**

Il tema centrale ai nostri fini è esprimere un giudizio di ragionevolezza in merito alle informazioni prospettiche a disposizione. A tal proposito è importante individuare le ipotesi alla base del piano, analizzarle e giudicarne la credibilità.

Secondo OIV (2015, pag. 22): "Le ipotesi che l'esperto formula o che fa proprie nell'esercizio del proprio giudizio informato rappresentano normalmente la forma attraverso la

quale l'incertezza entra nella valutazione. Le ipotesi devono essere ragionevoli ed essere adeguatamente giustificate.”

Le ipotesi per essere credibili devono rispettare determinati criteri, come la coerenza con i mezzi e le capacità a disposizione dell'impresa nel presente e nel futuro, oltre alla compatibilità con l'evoluzione dello scenario esterno e dei mercati. Inoltre, le ipotesi devono essere tra di loro coerenti, cioè non scontrarsi o contrapporsi reciprocamente. Infine, le ipotesi devono essere dimostrabili; il piano è opportuno che renda nota della motivazione sottostante alla scelta di una determinata assumption piuttosto che un'altra (a tal proposito si veda Guatri e Bini, 2005, pag. 93). Le ipotesi possono essere suddivise idealmente in tre classi: le ipotesi deboli, legate al raggiungimento di risultati ritenuti poco problematici; ipotesi ambiziose, legate al raggiungimento di obiettivi ambiziosi la cui realizzazione può essere messa in dubbio; e ipotesi inverosimili ovvero prive di alcuna affidabilità in merito al raggiungimento degli obiettivi fissati. OIV (2015) ne propone una classificazione diversa, ovvero in ipotesi riferite a condizioni ipotetiche, delle quali non ci si attende la realizzazione ma che sono coerenti con gli obiettivi della stima; ipotesi speciali, che generalmente non sarebbero formulate in tale data mediamente da un operatore del mercato; ipotesi rilevanti, le quali hanno un peso rilevante sui risultati previsti; e le ipotesi sensibili, ovvero le più sensibili a variazioni e le più idonee a generare effetti distorsivi sui risultati del piano. Nel complesso, tali suddivisioni sono necessarie al fine di valutare la sostenibilità dei risultati che il piano propone.

Al fine di valutarne la qualità, è utile innanzitutto comprendere come dovrebbe essere strutturato un buon piano, a tal proposito risultano utili le indicazioni fornite dalla Guida al Piano Industriale di Borsa Italiana (2014), che definisce il piano industriale come: “il documento che illustra le intenzioni strategiche del management relative alle strategie competitive dell'azienda, le azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi strategici, l'evoluzione dei key value driver e dei risultati attesi”. Il piano è innanzitutto uno strumento gestionale che permette all'impresa di focalizzarsi sulla creazione di valore nel medio-lungo periodo. Le dinamiche di breve periodo, solitamente, non permettono al management di analizzare l'andamento del settore, i competitors, oppure cogliere nuove opportunità; il processo di pianificazione è invece l'occasione

giusta per dedicarsi alla definizione della strategia d'impresa, costruendo una guida per le scelte operative necessarie al raggiungimento dei risultati strategici.

Le parti fondamentali di un piano industriale sono:

- La strategia realizzata;
- Le intenzioni strategiche;
- L'action plan;
- Le ipotesi;
- I dati finanziari prospettici.

Il piano industriale inizia con la specificazione delle linee strategiche adottate fino a quel momento dall'impresa, unitamente alla posizione attuale nel ciclo di vita della società. La motivazione risiede nel fatto che il piano dovrà essere in grado di porre un nesso causale tra le scelte strategiche e i risultati passati e le intenzioni strategiche future. Per questo motivo è opportuno che venga descritto accuratamente il posizionamento raggiunto dall'impresa grazie alle strutture operative e alla cultura societaria costruita nel tempo. Il punto di maggior interesse è riuscire a cogliere i key value driver che hanno condizionato maggiormente le performance dell'impresa nel passato e verificare se le strategie a consuntivo sono poi state portate a compimento e con quali risultati effettivi.

Le intenzioni strategiche sono invece le scelte, formalizzate nel piano, che si intende intraprendere negli esercizi futuri per quanto concerne la crescita dimensionale, il posizionamento nell'arena competitiva e il campo di attività dell'impresa (Borsa Italiana, Guida al Piano Industriale, 2014, pag. 13). Il livello di dettaglio dovrebbe garantire, in particolare, la possibilità di dedurre gli eventuali cambi di rotta rispetto alla strategia applicata in passato, nonché la coerenza con i risultati attesi che si prevede si otterranno e il fabbisogno di rinnovamento. Inoltre, il piano dovrebbe specificare, al fine di rafforzarne la credibilità, quali leve si intende muovere per giungere ai risultati auspicati.

Le intenzioni strategiche dovrebbero esplicitare, inoltre, le ragioni che dovrebbero muovere la clientela a preferire i prodotti dell'impresa in questione rispetto a quelli offerti dalla concorrenza; in sintesi la value proposition. La value proposition si associa al tema del vantaggio competitivo; in particolare si può dire che l'impresa possiede un vantaggio competitivo se è in grado di offrire alla clientela prodotti equivalenti a quelli della

concorrenza, ma a costo minore, oppure prodotti migliori in termini qualitativi ma in linea con i prezzi dei competitors. È abbastanza naturale che, se il piano prevedesse una crescita o una redditività maggiore rispetto a quanto mediamente si registra nel settore, dimostrare di avere una solida value proposition senz'altro contribuirebbe ad accrescere l'affidabilità dei dati previsionali; in caso contrario, se non sono presenti altre motivazioni a sostegno delle ragioni delle previsioni, il piano potrebbe generare non pochi dubbi in merito alla credibilità.

Si arriva poi all'action plan, la parte del piano dedicata alle azioni che concretamente verranno messe in atto per dare forma alle intenzioni strategiche. Più l'action plan è dettagliato e definito, più ne guadagnerà in affidabilità la valutazione sulle capacità organizzative e di implementazione del management. Sinteticamente, l'action plan deve comprendere una disamina dell'impatto economico-finanziario dell'implementazione della strategia e la sua tempistica; il dettaglio del tipo di investimenti funzionali all'implementazione del piano unitamente al loro ammontare; la descrizione della gamma di prodotti sul mercato comprensivi degli eventuali nuovi prodotti nonché delle aree geografiche obiettivo e dei canali distributivi; la definizione del cliente target per l'impresa; la definizione delle responsabilità in capo al management e infine l'individuazione di eventuali condizionalità all'implementazione della strategia, ovvero la presenza di vincoli o impedimenti alle azioni pianificate.

Il piano industriale presenta infine i preventivi economico-finanziari, cioè i prospetti che illustrano la situazione economica, patrimoniale e finanziaria pianificata per gli esercizi futuri, espressione delle scelte strategiche e dell'action plan. La sola predisposizione dei prospetti non assume alcuna valenza senza la specificazione nel piano industriale delle ipotesi che sono state elaborate alla base, a cui si aggiunge che il giudizio di fondatezza delle assunzioni fatte è la chiave per avere stime giudicate di qualità (Borsa Italiana, op. cit., pag. 19).

Le ipotesi devono essere elaborate in merito a tutti i key driver del valore dell'impresa e a tutti i principali dati previsionali. Le principali ipotesi, che non dovrebbero mai mancare in un piano industriale, riguardano le più importanti variabili macroeconomiche (come ad esempio i tassi di cambio), lo sviluppo dei ricavi, le previsioni per i costi diretti e indiretti, gli oneri finanziari e la fiscalità, l'evoluzione del capitale investito circolante e

fisso, le dinamiche della struttura finanziaria e come verrà soddisfatto l'eventuale fabbisogno finanziario necessario all'implementazione dell'action plan. La fondatezza delle ipotesi in genere viene valutata sulla base degli andamenti storici pregressi, normalmente i precedenti tre esercizi. In particolare, è utile trovare conferma nella comparazione tra i trend registrati in passato e quelli desunti dai dati previsionali. Si possono prendere a riferimento, inoltre, alcuni indicatori percentuali, come l'incidenza dei costi operativi sulle vendite, che, se si discostano significativamente da quanto successo storicamente, devono essere adeguatamente giustificati. A tal proposito, a giustificare lo scostamento dagli andamenti pregressi ci potrebbero essere alla base delle azioni destinate ad influenzare gli indicatori, come l'ingresso di nuove risorse umane, la presenza di investimenti che non hanno ancora dispiegato interamente i propri effetti, eccetera (a tal proposito si veda Borsa Italiana, op. cit., pag. 19).

Per formulare le ipotesi è necessario individuare i key value driver e per stimare le prospettive economico finanziarie è necessario partire da ipotesi ragionevoli; il legame tra questi tre elementi è rappresentato dal modello economico dell'impresa. Infatti, si può dire che: "Per stimare correttamente le prospettive economico finanziarie di un piano diventa fondamentale [...] elaborare un modello economico (ossia un metodo rappresentativo della logica economica dell'impresa) che consenta l'identificazione delle principali leve direzionali che concorrono a determinare il profilo reddituale, patrimoniale e finanziario dell'azienda." (Borsa Italiana, op. cit., pag. 20). Il modello economico può assumere ipotesi semplificatrici per quel che riguarda la gestione finanziaria, straordinaria e fiscale ma deve raggiungere un buon livello di elaborazione per quanto riguarda la gestione caratteristica. Tra di loro i business presentano molteplici differenze, sia tra diversi settori che all'interno dei settori stessi, per questo il modello economico è indispensabile per captare tutte le specificità di ciascun business.

Per un'attività della grande distribuzione, ad esempio, il maggior fattore d'interesse sarà l'andamento del fatturato dei punti vendita, insieme alla capacità di generare un margine tale da coprire i costi della struttura centrale. Il modello economico solitamente applicabile in tal caso è di tipo bottom up; la predisposizione delle ipotesi inizia quindi dall'analisi dei risultati storici registrati nei punti vendita, mirando ad individuare le possibilità di miglioramento degli stessi. In tal senso, di particolare interesse è l'analisi del

marginale commerciale, l'analisi del fatturato per metro quadro e l'incidenza dei costi fissi di gestione del negozio. Tali indicatori non sono dei valori stand-alone; essi infatti presuppongono che l'analisi si allarghi a tutti i temi adiacenti, a partire dalla politica di prezzo al mix di vendita, dal merchandising all'analisi delle caratteristiche e dell'attrattività dei punti vendita, dalla struttura dei punti vendita alla selezione e gestione del personale. In tal modo è possibile acquisire le conoscenze utili a valutare le possibilità di crescita dell'attività; infatti, una crescita a parità di rete distributiva dovrà essere giustificata da una maggior competitività in termini di value proposition, contrariamente una crescita in termini di numero di punti vendita dovrà essere coadiuvata da opportuni investimenti.

Per le imprese che producono in serie per il magazzino la costruzione del piano avviene spesso applicando una logica di tipo top down. Per questo tipo di imprese la variabile di maggior interesse è l'andamento della domanda di mercato, che deve essere oggetto di assunzioni da parte del management. Naturalmente tali assunzioni ci si aspetta prendano ispirazione non solo dal convincimento dei manager ma da fonti attendibili quali potrebbero essere gli istituti di ricerca. Passo successivo è la costruzione delle ipotesi relative alla quota di mercato che rappresenterà l'impresa nei periodi di previsione del piano, si specifica che, nel caso il piano prevedesse la conquista di una quota di mercato più ampia, è necessario motivare come l'impresa intende sottrarre quote di mercato alla concorrenza. Per quel che concerne i costi, essi sono solitamente stimati sulla base dei costi standard (Borsa Italiana, op. cit., pag. 24).

Per imprese che lavorano su commessa, invece, il modello economico si baserà sull'analisi delle commesse attualmente in portafoglio e delle commesse che l'impresa si prevede acquisirà. Per le commesse già in portafoglio lo sviluppo delle relative previsioni si può dire più "semplice" perché solitamente sono oggetto di preventivi minuziosi. Le previsioni in questo caso godono di una certa "visibilità" (criterio di cui si parlerà in seguito), motivo per cui è più agevole stimarne i ricavi, i costi, i margini e gli investimenti che ne deriveranno. Così non si può dire per le previsioni riguardo le future commesse; l'analisi deve portare a definire l'ammontare delle commesse che saranno appaltate nel settore in cui la società opera e soprattutto la capacità dell'impresa di acquisirne l'appalto. A tal fine sarà interesse dell'impresa reperire informazioni sui piani di investimento degli Enti

pubblici, degli Enti governativi e dei privati (per quanto riguarda il mercato target dell'azienda), valutare poi quali progetti potrebbero essere oggetto di interesse per l'impresa, stabilire i tempi necessari all'aggiudicazione delle commesse, considerando tra l'altro storicamente quante gare di appalto sono state mediamente vinte su quelle partecipate, e considerare i costi da sostenere, le risorse finanziarie recuperabili e la disponibilità delle adeguate risorse umane (Borsa Italiana, op. cit., pag. 22).

In generale, ci sono tre requisiti che, secondo Borsa Italiana (2014), un piano industriale dovrebbe rispettare:

- La sostenibilità finanziaria;
- La coerenza;
- L'attendibilità.

Vediamo a cosa si riferiscono questi tre requisiti.

La sostenibilità finanziaria di un piano deve essere valutata rispetto alle fonti di finanziamento previste dallo stesso per sostenere le operazioni ai fini dell'implementazione della strategia e del raggiungimento degli obiettivi fissati. In sostanza, si tratta di verificare che le dinamiche finanziarie supportino e sostengano il raggiungimento degli obiettivi fissati dal piano. In particolare, una delle verifiche più rilevanti è che l'assorbimento di capitale circolante e gli investimenti netti siano adeguatamente finanziati dai flussi di cassa generati dall'impresa. Altra questione è la reperibilità delle fonti di finanziamento; in tal senso il ricorso a finanziamenti riportato nel piano deve essere coerente con il profilo di rischio dell'impresa e con la capacità di indebitamento, prestando quindi attenzione al rapporto di indebitamento (Borsa Italiana, op.cit., pag. 7).

Ai fini della verifica di sostenibilità finanziaria del piano, si potrebbe analizzare attraverso l'analisi di sensitività (di cui si parlerà meglio in seguito) il fabbisogno di capitale circolante rispetto alle previsioni di vendita. Oltretutto, se il piano prevedesse una consistente crescita del fatturato, potrebbe essere di interesse analizzare la dinamica delle dilazioni di pagamento ai clienti, strumento che in mercati stabili ad esempio potrebbe essere un'efficace arma per rubare quote di mercato ai concorrenti ma potrebbe anche

avere un effetto deprimente sui flussi monetari (Borsa Italiana, op. cit., pag. 37). Altra voce che potrebbe esigere delle verifiche è quella degli investimenti, in particolare se ne considera l'ammontare pianificato, la fondatezza dei flussi finanziari che genereranno negli esercizi futuri, ma soprattutto la tempistica della loro manifestazione, unitamente alla considerazione delle fonti finanziarie necessarie, siano esse quelle già in essere o quelle che si prevede di acquisire (di cui tra l'altro si dovrà verificare l'effettiva reperibilità da parte dell'impresa).

Il requisito di coerenza si riferisce invece all'intreccio tra realtà aziendale, strategia precedentemente realizzata, strategia pianificata, action plan, previsioni economico-finanziarie e ipotesi sottostanti. Devono quindi esserci dei nessi causali tra le scelte strategiche intraprese, le azioni preventivate e l'andamento dei dati prospettici. Inoltre, deve esserci coerenza tra gli obiettivi realizzativi fissati, o ancor di più tra le operazioni pianificate necessarie a raggiungere tali obiettivi, e le risorse di cui dispone attualmente l'impresa nonché quelle di cui si doterà in futuro (Borsa Italiana, op. cit., pag. 7). In tal senso, potrebbe sorgere qualche problema se il piano prevedesse un'imponente crescita del fatturato dalla vendita dei prodotti grazie ad un'intensificazione dell'attività di promozione ma, a fronte di questo, non sia riscontrabile nelle previsioni un aumento delle spese pubblicitarie. In questo caso avremmo intenzioni strategiche e action plan coerenti con il fine ultimo ma non allineati con quanto espresso nelle ipotesi e nei dati previsionali. Per quanto concerne la realizzabilità dell'action plan, alcuni dubbi potrebbero essere posti riguardo le tempistiche. Si pensi a piani d'azione che prevedono il raggiungimento di consistenti performance in tempi piuttosto brevi o che si basano sull'utilizzo di competenze e risorse di cui l'impresa non è ancora in possesso e che non sono ottenibili in tempi stretti. A titolo d'esempio, l'entrata in nuove aree geografiche, operazione non realizzabile in lassi di tempo brevi, o, per le imprese su commessa, il completamento delle commesse in tempi troppo brevi rispetto a quanto ragionevolmente dovrebbe essere.

Riguardo all'attendibilità, un piano può dirsi attendibile: "se viene formulato sulla base di ipotesi realistiche e giustificabili e se riporta risultati attesi ragionevolmente



conseguibili.” (Borsa Italiana, op. cit., pag. 8 e ss.). L’affidabilità delle ipotesi viene valutata rispetto a quattro aspetti:

- Compatibilità con le dinamiche del contesto competitivo;
- Confrontabilità con i risultati storici;
- Visibilità dei dati previsionali;
- Analisi di sensitività.

Un piano industriale si può ritenere maggiormente affidabile se è coerente con l’ambiente tecnologico, normativo e sociale, e se si allinea all’andamento della domanda del settore e delle quote di mercato, nonché se rispetta le aspettative dei bisogni dei consumatori. A questo si aggiunge il confronto con i competitors per quel che riguarda il business model, le strategie, i fattori critici di successo e i dati finanziari storici e prospettici. Importante è, inoltre, considerare la struttura della rete distributiva. Se ciò non è rispettato, non è detto che il piano non possa essere credibile, ma tali scostamenti devono essere motivati.

A tal proposito possono sorgere alcune criticità in caso di sovrastima della domanda di mercato. Per stimare efficacemente la domanda di mercato è necessario individuare correttamente l’ambito competitivo dell’impresa considerando i prodotti offerti dall’impresa, le caratteristiche del cliente e l’area geografica di riferimento. Infatti, non inquadrare efficacemente il mercato di riferimento porta spesso a stime non significative della domanda di mercato. Altro punto debole è l’offerta di nuovi prodotti o servizi che però non trovano riscontro nei bisogni del cliente target per l’impresa o che non rispecchiamo in generale il trend in atto nel settore o nei mercati esteri. Inoltre, tra le stime più rilevanti troviamo quelle relative al margine di contribuzione e del capitale circolante, variabili che dipendono da una moltitudine di voci tra le quali i prezzi di vendita, le dilazioni concesse ai clienti o distributori, i prezzi di fornitura e le relative dilazioni. Per questo motivo è fondamentale verificare che non sia stato sottovalutato il potere contrattuale di ambedue le posizioni.

Quello che viene previsto dal piano deve inoltre essere messo a confronto con le performance storiche dell’impresa. Non è detto che i risultati prospettici debbano

forzatamente allinearsi con le tendenze passate, ma se ciò non succede è opportuno che vengano supportati da evidenze a loro sostegno, pena una minor affidabilità complessiva del piano industriale.

Alcune voci critiche in particolare sono il tasso di crescita del fatturato, soprattutto se riferito all'entrata in nuove aree geografiche, o in ogni caso un tasso di crescita maggiore rispetto alla crescita della domanda di mercato. Altra voce cui prestare attenzione è l'andamento del capitale circolante prospettico, una ipotetica sua riduzione deve essere adeguatamente motivata o quantomeno confermata dall'andamento dei dati degli ultimi esercizi.

Per visibilità dei dati si intende la possibilità di legare le previsioni del piano a dati a consuntivo già disponibili, ovvero ci si riferisce al grado di fiducia con cui i risultati previsionali si realizzeranno. Di fatto, il piano industriale accresce la sua credibilità se le previsioni sono basate ad esempio su ordini già presenti in portafoglio, rapporti contrattuali stabili con la clientela, trattative già ben avviate verso la conclusione, eccetera. In tal modo è ragionevole porre maggior fiducia nelle previsioni di ricavi, margini ed investimenti. Contrariamente, tale affidamento sarebbe molto più complicato di fronte a dati previsionali basati su assunzioni soltanto ipotetiche come la conquista di nuove quote di mercato, l'entrata in nuovi mercati o l'introduzione di nuovi prodotti. A tal proposito, risultano utili i dati eventualmente disponibili in merito all'esercizio in corso, in particolare per trarne conferme sull'andamento del fatturato, dei costi operativi, dei margini, degli investimenti e del capitale circolante. Quello su cui si cerca di avere evidenza è sulle strategie che si sono già implementate e le performance che si stanno delineando.

Dato che, a prescindere dalla qualità dell'elaborazione delle assunzioni, il piano è in ogni caso soggetto al rischio, per questo motivo è opportuno sottoporre il piano ad una analisi di sensitività con riferimento alle principali variabili quantitative e qualitative che incidono sui risultati dell'impresa. Idealmente si potrebbero presentare scenari diversi assegnando a ciascuno una probabilità di accadimento, ma, più in generale, si può dire che la questione più importante è concentrare l'analisi attorno ai key value driver, a quelle

variabili esterne che esercitano una rilevante influenza (come la domanda di mercato, le innovazioni tecnologiche, le reazioni della concorrenza, eccetera), a quelle azioni la cui implementazione incide fortemente sui risultati del piano o, se del caso, in relazione alla integrazione o meno di società acquisite (Borsa Italiana, op. cit. pag. 30).

Riferendoci agli esempi precedenti, un'impresa della grande distribuzione dovrebbero presentare un'analisi di sensitività concentrandosi su alcuni parametri gestionali quali il fatturato, i costi operativi per metro quadro, il numero dei nuovi punti vendita programmati; una società che produce in serie, contrariamente, svilupperà ipotesi relative alla domanda di mercato o alla quota di mercato che potrebbe guadagnare l'impresa; una società che lavora su commessa invece si concentrerà sulla quantità di commesse disponibili e sul tasso di successo nell'assegnazione degli appalti. Per fare qualche esempio, le imprese di distribuzione di energia elettrica dovrebbero presentare una sensitivity analysis basata sul numero di clienti o sui volumi di vendita; le compagnie aeree sul load factor o sull'attivazione di nuove rotte; le società calcistiche sul numero di spettatori o in base all'avanzamento nelle competizioni europee (Borsa Italiana, op. cit., pag. 42).

Le componenti la cui variabilità è di particolare importanza per valutare un piano generalmente sono il fatturato, il margine operativo, l'utile netto, la posizione finanziaria netta e gli investimenti. In tal senso si imposta un'analisi di sensitività simulando più scenari, alcuni più ottimistici e altri più pessimistici, basati su ipotesi motivate, e se ne osservano gli effetti, per l'appunto, sulle componenti appena citate.

#### **2.4. I principi di attestazione dei piani di risanamento**

Se il nostro obiettivo finale è arrivare ad un giudizio sulla fattibilità del piano, alcuni spunti utili in merito ci arrivano direttamente dai Principi di attestazione dei piani di risanamento approvati dal CNDCEC il 3 settembre 2014. La finalità dei principi è quella di mettere a disposizione dei modelli comportamentali condivisi rispetto alle attività dell'Accertatore e, di maggior importanza nel nostro caso, degli standard comuni in merito al giudizio di fattibilità dei piani che possano essere, inoltre, fonte di ispirazione per i professionisti anche in situazioni di forte incertezza e di carenze di fonti informative. Ai nostri fini, non occupandoci specificamente dell'attività di attestazione e del ruolo

dell'Attestatore, risultato utili i temi della verifica sulla veridicità dei dati aziendali e la verifica sulla fattibilità del piano.

#### *2.4.1. Verifica sulla veridicità dei dati aziendali*

Innanzitutto, occorre dare una definizione alla veridicità come livello che si auspica di rilevare nella base dati contabile. I Principi di attestazione dei piani di risanamento (CND-CEC, Principi di attestazione dei piani di risanamento, 2014, pag. 24) a tal proposito indicano che la veridicità: “non può essere intesa nel senso di “verità oggettiva”, quanto piuttosto nel senso che il processo di produzione dell’informazione economico-finanziaria si basi su un sistema amministrativo-contabile adeguato (cioè idoneo a contenere il rischio di errori rilevanti) e che i redattori dell’informazione operino le stime in modo corretto, pervenendo a un’informazione attendibile e imparziale”. La veridicità non deve quindi intendersi come verità assoluta, tra l’altro difficilmente riscontrabile a prescindere nella base dati contabile. Non deve intendersi nemmeno come una veridicità dei dati a tutto tondo, la verifica infatti deve prendere in causa i dati strumentali alla formulazione di un giudizio sull’attendibilità del piano proposto. Di fatto una base contabile non veritiera inficia il giudizio di attendibilità sul piano, dato che il piano viene costruito basandosi sulla base dati aziendale, e di conseguenza mette inevitabilmente a rischio il giudizio di fattibilità dello stesso. Detto questo, la veridicità dei dati aziendali viene valutata nel complesso, ovvero non è detto che la mancanza di veridicità di uno o più dati compromettano quello che è il giudizio complessivo sulla veridicità della base dati contabile su cui è stato costruito il piano.

L’obiettivo di chi esegue questa verifica è di stabilire se le situazioni patrimoniali, economiche e finanziarie alla base delle previsioni del piano siano nel complesso attendibili e idonee a rappresentare fedelmente l’impresa. A tal fine, si mira ad individuare il rischio di errori significativi ai danni di quei dati contabili sui quali vengono costruite le previsioni future. Si specifica, inoltre, che la base dati non è rappresentata necessariamente dall’ultimo bilancio disponibile; in primis non è scontato che il piano inizi con l’apertura del nuovo esercizio, anche se solitamente è così, e in secondo luogo l’oggetto di verifica è la base dati contabile sopra la quale è stato costruito il piano che non è detto si unifichi ai principi e alle finalità con i quali invece è costruito il bilancio d’esercizio.

Per verificare la veridicità dei dati aziendali il CNDCEC fornisce come punto di riferimento i criteri forniti dai principi di revisione nazionali e internazionali. Tuttavia, questo riferimento non deve essere inteso come un suggerimento a svolgere una vera e propria revisione contabile completa, ma quanto più un invito a ispirarsi alle tecniche di revisione come strumenti metodologici. Si riporta in Tabella 6 i principi di revisione ispiratori al fine della verifica della veridicità dei dati aziendali.

Tabella 6: Principi contabili per la verifica di veridicità dei dati aziendali.

Pianificazione del lavoro	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La comprensione dell'impresa e del suo contesto e la valutazione dei rischi di errori significativi (315);</li> <li>• Gli effetti connessi alla conformità a leggi ed a regolamenti (250);</li> <li>• Il concetto di significatività nella revisione (320);</li> <li>• Le procedure di revisione in risposta ai rischi identificati e valutati (330);</li> <li>• Campionamento di revisione ed altre procedure di verifica con selezione delle voci da esaminare (530);</li> <li>• L'utilizzo del lavoro di altri revisori (600).</li> </ul>
Svolgimento dei controlli sui saldi contabili	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gli elementi probativi della revisione (500);</li> <li>• Le conferme esterne (505);</li> <li>• Le procedure di analisi comparativa (520);</li> <li>• La revisione delle stime contabili (540);</li> <li>• L'utilizzo del lavoro dell'esperto (620);</li> <li>• Considerazioni sulla revisione delle imprese ed enti minori (1005).</li> </ul>
Conclusione del lavoro	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Valutazione degli errori identificati nel corso della revisione (450(ISA));</li> <li>• Le attestazioni della direzione (580);</li> <li>• Eventi successivi (560).</li> </ul>

Fonte: CNDCEC, Principi di attestazione dei piani di risanamento, 2014, pag. 25-26.

Precedentemente è stato sottolineato l'obiettivo di individuare il rischio di errori significativi nei dati contabili posti alla base del piano. Nello svolgere l'attività di verifica della veridicità ci sono tre tipi di rischio: il rischio inerente al controllo, il rischio intrinseco e il rischio di individuazione (CNDCEC, op. cit., pag. 27).

Il rischio inerente al controllo si riferisce alla possibilità che i sistemi di controllo predisposti a identificare e rimuovere gli errori significativi non siano efficaci. Il tema attiene quindi all'efficienza del sistema di controllo interno; una volta valutata la sua qualità si potranno trarre degli elementi utili per definire l'ampiezza dei controlli sui dati che dovranno essere svolti.

Il rischio intrinseco si riferisce alla possibilità che i dati rappresentativi della situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa non siano esenti da alterazioni, nonostante un sistema di controllo interno affidabile, a causa di situazioni oggettive o scelte soggettive del management; a tal proposito ad origine di tale rischio ci può essere la natura dell'attività, il tipo di prodotti o servizi offerti, il sistema informatico di cui è dotata l'impresa. Anche il rischio intrinseco influenza l'ampiezza dei controlli che saranno effettuati e, soprattutto, se il rischio intrinseco è esiguo allora il rischio inerente al controllo diventa meno rilevante, in conseguenza si avranno controlli meno intensi e necessità di minori elementi probativi.

Il rischio di individuazione, infine, si riferisce alla possibilità che le procedure di verifica messe in atto non siano in grado di captare gli errori significativi.

Una volta considerati i rischi si potrà stabilire la natura e l'ampiezza delle procedure di controllo nonché stabilire quali sono i conti significativi sui quali applicare le tecniche di revisione. In particolare, in merito alla verifica riguardo i saldi patrimoniali ed economici individuati, si applicano dei criteri di verifica, di cui se ne citano alcuni (a tal proposito si veda CNDCEC, op. cit., pag. 28):

- La verifica dell'esistenza delle attività o passività ad una determinata data;
- la manifestazione intesa come accadimento di una operazione nel periodo di riferimento;
- la completezza, ovvero che non siano presenti operazioni non registrate in contabilità;
- la valutazione, ovvero la contabilizzazione delle attività e passività ai valori appropriati;
- la misurazione, intesa come corretta contabilizzazione per competenza di costi e ricavi.

#### *2.4.2. Verifica sulla fattibilità del piano*

La verifica sulla fattibilità del piano, come delineata dal CNDCEC, non si allontana da quelli che sono i principi suggeriti dalla Guida di Borsa Italiana. Vedremo, infatti, che il procedimento di verifica verte sulla valutazione delle ipotesi strategiche, dell' *action plan*, delle ipotesi economico-finanziarie, dei dati prospettici del piano e di un'analisi di sensitività. Inoltre, vedremo che per tali fini verranno richiamati come riferimento i principi di revisione internazionali come l'ISAE 3000 ma soprattutto l'ISAE 3400.

Partiamo dalle considerazioni sulle ipotesi strategiche. Le ipotesi alla base del piano devono essere giudicate fondate. Ovviamente, se le ipotesi sulle quali il piano è stato strutturato sono giudicate infondate il piano perderà di attendibilità e di conseguenza potrebbe essere giudicato non fattibile. Le ipotesi, in particolare devono essere coerenti, una coerenza con varie sfumature: una coerenza rispetto alla storia, coerenza rispetto alle operazioni correnti, coerenza con l'assetto organizzativo, coerenza con la capacità produttiva dell'impresa e coerenza con le attese macro del mercato. Inoltre, fanno parte delle ipotesi le previsioni riguardanti i rapporti con i clienti e fornitori più rilevanti e l'andamento della domanda di mercato, unitamente ai prezzi, nel settore nel quale opera l'impresa.

Quelli appena elencati sono concetti sottolineati precedentemente in merito a quella coerenza e attendibilità del piano della Guida al Piano Industriale. Tuttavia, riguardo l'ultimo punto, per le piccole e medie imprese il CNDCEC specifica che: "Per aziende di minori dimensioni, la stima della domanda tipicamente è desunta da proiezioni dei ricavi di vendita (o valore della produzione in caso di produzioni su commessa) degli ultimi esercizi." (CNDCEC, op. cit., pag. 36). Fermo restando che variazioni significative debbano essere adeguatamente motivate dal management.

Si ribadisce poi, l'esigenza di coerenza reciproca tra le ipotesi, specificamente coerenza rispetto all'ambiente in cui opera l'impresa, nonché la sussistenza di fondate relazioni causa-effetto tra le azioni strategiche pianificate. Riguardo alle ipotesi sulle tempistiche intercorrenti tra azioni strategiche ed effetti generati, si verifica che la stima sia dotata di fondatezza (a titolo d'esempio, non si potrebbe ritenere affidabile, nella maggior parte dei casi, l'ipotesi di poter sviluppare e lanciare un prodotto in tempi esigui). In generale, potremmo confermare che il piano guadagnerà in attendibilità se le ipotesi

trovassero riscontro in fonti qualificate esterne (quali associazioni di categoria, società di consulenza, pubbliche istituzioni), nonché in presenza di buone capacità di pianificazione del management.

Si passa poi alla valutazione dell'action plan. L'action plan rappresenta il collante tra obiettivi fissati e azioni previste per raggiungerli, ovvero la traduzione della strategia prescelta in ambito di pianificazione a lungo termine. Innanzitutto, un buon piano presenterà un action plan curato nei minimi dettagli, che indichi chiaramente tutte le azioni previste ai fini del raggiungimento degli obiettivi finali. Di ogni azione, inoltre, deve essere verificato che sia stato specificato l'impatto economico unitamente alla tempistica e alla modalità d'esecuzione.

Concorde con quanto contenuto nella Guida al Piano Industriale, si è tenuti alla verifica che l'action plan contenga un sufficiente livello di dettaglio a proposito degli investimenti pianificati per la realizzazione delle azioni a espletamento degli obiettivi strategici. Oltre a questo, si verificheranno le modalità con cui, se del caso, l'impresa intende orientarsi a nuovi segmenti di clientela oppure come intende modificare il set di prodotti offerti.

Le ipotesi strategiche si traducono nella previsione dei flussi prospettici attraverso le ipotesi economico-finanziarie sulle grandezze economiche e finanziarie del piano. Anch'esse vengono valutate rispetto alla coerenza sia con l'ambiente interno all'impresa che esterno, avvalorando quelle ipotesi che si discostano dagli andamenti storici; in particolare contribuisce in termini di affidabilità anche in questo caso la conferma da parte di fonti qualificate esterne.

Al fine di comprendere quanto il piano sia fattibile, di grande aiuto è, come già ribadito precedentemente, la sensitivity analysis. L'obiettivo è di investigare sugli effetti che potrebbe generare una modifica alle assunzioni poste alla base del piano al fine di valutarne la sostenibilità economica e finanziaria, in particolare se il raggiungimento degli obiettivi strategici è sensibile, e in che misura, al verificarsi di ciascuna assunzione. Dovendo valutare la sostenibilità, la sensitivity analysis deve tenere considerazione di scenari peggiorativi rispetto a quello previsto dal piano o quantomeno più conservativi. Un tipico stress test è quello sul tasso di crescita dei ricavi; attraverso il test si può arrivare a stabilire infatti sotto quale soglia il piano non sarebbe più fattibile. Lo stress test sulla



crescita dei ricavi dovrebbe coinvolgere inoltre quei driver da cui dipende la crescita, ovvero il numero di punti vendita, il numero di clienti, il fatturato per metro quadro. Oltre ai ricavi, il test deve essere condotto su tutte le variabili significative per la creazione di valore per l'impresa, per la realizzazione degli obiettivi strategici e che hanno, tra l'altro, maggiore influenza sugli equilibri economico-finanziari.

Di queste variabili sulle quali sviluppare uno stress test, se ne propone una lista tra quelle suggerite dal CNDCEC (2014, pag. 42):

- tasso di crescita dei prezzi di vendita;
- margine lordo di contribuzione sui ricavi;
- incidenza del costo del venduto sul fatturato;
- grado di esternalizzazione dei servizi;
- incidenza del capitale circolante netto sul fatturato;
- tasso di reinvestimento del flusso di cassa operativo corrente a sostegno della crescita;
- modifiche delle condizioni riservate ai clienti e ottenute dai fornitori;
- tempistica di rotazione del magazzino;
- tasso di autofinanziamento;
- costo dell'indebitamento.

Rimane in ballo, la verifica da eseguire sui dati prospettici, ovvero l'analisi dell'informazione finanziaria prospettica, e la formulazione di un giudizio finale sulla fattibilità del piano. Come anticipato, risultano di aiuto in questo caso i principi di revisione internazionali, di cui il più rilevante è l'ISAE 3400.

#### *2.4.3. Giudizio di fattibilità: i principi di revisione internazionali*

Secondo l'ISAE 3400, di fronte all'informativa finanziaria prospettica, quello che rileva ai fini della ragionevolezza dell'informazione si può riassumere in quattro aspetti chiave:

- 1) la ragionevolezza delle assunzioni alla base dell'informativa, le quali sono state costruite sulle migliori stime del management; a cui si aggiunge, nel caso in cui

- le assunzioni siano ipotetiche, la coerenza con le finalità delle informazioni finanziarie prospettiche;
- 2) la costruzione corretta dell'informazione finanziaria prospettica secondo le assunzioni;
  - 3) la corretta presentazione dell'informativa finanziaria prospettica unitamente alla informativa a supporto delle assunzioni e la specificazione se si trattino di assunzioni ipotetiche oppure basate sulle migliori stime;
  - 4) la coerenza della costruzione delle informazioni finanziarie prospettiche con le informazioni finanziarie prospettiche storiche.

Uno dei contributi più importanti dell'ISAE 3400 è la distinzione tra *forecast* e *projection*.

A tal fine possiamo dire che: "A "forecast" means prospective financial information prepared on the basis of assumptions as to future events which management expects to take place and the actions management expects to take as of the date the information is prepared (best-estimate assumptions)." (IAASB, Handbook of international quality control, auditing, review, other assurance, and related services pronouncements, Edizione 2018, Vol. 2, pag. 208).

Quindi le previsioni si basano sulle migliori stime riguardo gli eventi che si verificheranno in futuro. Si può dire che la previsione è: "un dato prospettico condizionato da elementi ragionevolmente oggettivi o fondato sugli eventi futuri più probabili." (CNDCEC, Principi di attestazione dei piani di risanamento, 2014, pag. 40).

Per quanto riguarda le proiezioni, o previsioni ipotetiche: "A "projection" means prospective financial information prepared on the basis of: (a) Hypothetical assumptions about future events and management actions which are not necessarily expected to take place, such as when some entities are in a start-up phase or are considering a major change in the nature of operations; or (b) A mixture of best-estimate and hypothetical assumptions" (IAASB, Handbook of international quality control, auditing, review, other assurance, and related services pronouncements, Edizione 2018, Vol. 2, pag. 208).

Le previsioni ipotetiche presentano lo scenario che possibilmente si realizzerà nel caso in cui effettivamente si verifichino gli eventi relativi alle assunzioni e si realizzino le azioni

pianificate dal management. Da notare è, inoltre, che oltre al caso di un miscuglio tra assunzioni ipotetiche e best-estimate, potremmo anche trovarci di fronte a un'informativa che presenta in parte caratteristiche della previsione e in parte caratteristiche della previsione ipotetica, è il caso per esempio di un piano suddiviso in un certo numero di periodi di previsioni e un successivo periodo di proiezioni.

È necessario, tuttavia, fare una doverosa precisazione, le best-estimate per quanto accurate, per quanto supportate da fonti autorevoli, restano pur sempre delle previsioni, non sono quindi dotate di certezza. Per tale ragione è impossibile giudicare se i risultati saranno raggiunti oppure no. A ciò si aggiunge che non sempre potrebbero essere disponibili informazioni o dati in grado di contribuire allo sviluppo di un giudizio sulla fondatezza o meno delle assumptions, né sulla possibilità che contengano errori significativi. Per tali ragioni, si dice che in merito alla ragionevolezza si può raggiungere solamente un livello di *assurance moderato* (IAASB, op. cit., pag. 209).

Valutare l'informativa finanziaria prospettica non può prescindere, come già ribadito, dal considerare una adeguata base informativa, in primis per conoscere a fondo l'attività dell'impresa, ma in particolare per comprendere come l'informativa finanziaria prospettica viene costruita. A tal proposito, elemento importante è capire come vengono organizzati i controlli interni per quanto concerne la redazione dell'informativa finanziaria prospettica, come vengono elaborate e applicate le assunzioni e la misura con cui viene fatto uso di tecniche statistiche, matematiche e computerizzate. Inoltre, importante è valutare la documentazione che viene predisposta per favorire l'affidabilità delle assunzioni del management nonché valutare la loro competenza ed esperienza nella redazione dell'informativa finanziaria prospettica. Altro elemento è il confronto con le informative precedentemente redatte, in particolare considerandone gli scostamenti e le loro cause (IAASB, op. cit., pag. 210).

Si arriva poi alle procedure d'esame, le quali devono essere modulate a seconda della probabilità di errori significativi, della competenza del management nella redazione dell'informativa finanziaria prospettica, di quanto le valutazioni del management hanno influenzato l'informativa finanziaria prospettica, dell'adeguatezza e attendibilità dei dati sottostanti e considerando, se ci sono stati incarichi precedenti, le esperienze pregresse (IAASB, op. cit., pag. 211-212).

Obiettivo principale è quello di accertare che le assunzioni siano ragionevoli e che le previsioni siano realistiche. Se un giudizio di vera e propria realizzabilità delle previsioni richiede un livello di confidenza alto rispetto al manifestarsi degli eventi contenuti nelle assunzioni, nella pratica ci si limiterà ad assegnare un giudizio di fattibilità del piano in virtù della ragionevolezza delle ipotesi (CNDCEC, Principi di attestazione dei piani di risanamento, 2014, pag. 40).

Le procedure si articolano diversamente a seconda che ci si trovi di fronte ad assunzioni basate sulle best-estimate o ad assunzioni ipotetiche. Per quanto riguarda le assunzioni basate sulle migliori stime, si è tenuti ad esaminare l'attendibilità delle evidenze a supporto delle assunzioni nonché ad acquisirne da fonti sia interne che esterne. In merito alla coerenza, elemento rilevante è la coerenza delle assunzioni con quelle che sono le capacità d'impresa. In caso di assunzioni ipotetiche, non si è tenuti ad acquisire evidenze che le supportino, tuttavia, è indispensabile soprattutto poterle valutare come non irrealistiche e coerenti con le finalità dell'informativa finanziaria prospettica. A ciò si aggiunge che, se le assunzioni sono ipotetiche, quantomeno i dati previsionali devono rispettare tutte le conseguenze delle assunzioni. Potremmo dire che un tasso di crescita dei ricavi non compatibile con le capacità produttive dell'impresa non potrebbe essere ragionevole senza la coesistenza di investimenti per aumentare tale capacità oppure per sopperire alla mancanza attraverso soluzioni alternative, come l'esternalizzazione.

In generale, un'informativa finanziaria prospettica è fondamentale che sia redatta correttamente in base alle assunzioni e che esse siano tra loro compatibili. A ciò si aggiunge che il valutatore identifica quelle aree più esposte a possibili variazioni da quanto previsto e cerca di comprenderne l'effetto sui risultati del piano. Questo tipo di analisi aiuta il valutatore a comprendere quante evidenze è necessario acquisire per avvalorare quanto contenuto nelle assunzioni e, inoltre, fornisce elementi per formulare un giudizio di adeguatezza dell'informativa finanziaria prospettica.

Oggetto di valutazione è anche la qualità della presentazione dell'informativa finanziaria prospettica. Precisamente, dato che l'informativa finanziaria prospettica ha l'obiettivo di informare e non di essere fuorviante, è opportuno che l'informativa specifichi se le assunzioni si trattano di assunzioni ipotetiche oppure basate sulle migliori stime. Soprattutto se le assunzioni toccano aree particolarmente sensibili a variazioni, dovrebbe

essere fornita nel piano un'accurata analisi della sensitività dei risultati in virtù di tale incertezza.

Si arriva infine al tema della formulazione di un giudizio sull'informativa finanziaria prospettica la quale si basa su tre requisiti (IAASB, op. cit., pag. 213-214):

- assunzioni ragionevoli alla base dell'informativa finanziaria prospettica;
- informativa finanziaria prospettica redatta correttamente rispettando le assunzioni;
- avvertimento in merito alla possibilità che i risultati non vengano raggiunti (differenziato tra best-estimate e assunzioni ipotetiche).

In merito al primo punto, il valutatore arriva ad un convincimento, in seguito all'ispezione delle evidenze a supporto delle assunzioni, relativo al fatto che le assunzioni forniscano o meno una base ragionevole per l'informativa finanziaria prospettica. Saranno sicuramente giudicate ragionevoli quelle assunzioni relative a previsioni basate su eventi che hanno un'alta probabilità di realizzarsi, a titolo d'esempio la cessione di un cespite per il quale si è già concluso un contratto preliminare. Saranno poi sicuramente ragionevoli le previsioni inerenti a quei costi che derivano da rapporti obbligatori continuativi come la fornitura di energia elettrica, i contratti di leasing in corso, il personale dipendente (a patto che ci sia linearità tra quanto previsto nel piano e gli accordi contrattuali) (CNDCEC, Principi di attestazione dei piani di risanamento, 2014, pag.40). Si considerano ragionevoli, quindi dotate di una elevata probabilità di realizzazione, quelle previsioni che prendono ispirazione dall'andamento storico delle variabili aziendali (a meno che non ci sia ragione per sostenere che l'andamento storico non abbia motivo di ripetersi nel futuro o che non rappresenti una base per assunzioni sull'andamento futuro delle variabili sottostanti), come potrebbero essere le previsioni relative a vendite verso clienti con cui si hanno rapporti stabili. Rientrano tra le assunzioni ragionevoli, almeno per la prima fase del piano, anche quelle basate su previsioni macroeconomiche provenienti da fonti attendibili e qualificate, come le previsioni sui prezzi di materie prime (CNDCEC, op. cit., pag.40).

L'impostazione cambia quando si ha a che fare con le previsioni ipotetiche. Le previsioni ipotetiche presentano un elevato livello di incertezza, motivo per cui giudicarne la ragionevolezza è un'operazione delicata e che necessita di particolari attenzioni da parte di chi è chiamato a farlo. A tal fine, di elevata importanza è una buona conoscenza del settore nel quale opera l'impresa e l'acquisizione di elementi che permettano di valutare la dimestichezza dell'impresa con la programmazione, per cui sarà rilevante controllare se nei periodi precedenti per esempio sono stati raggiunti i risultati fissati con strumenti previsionali quali il budget. Tra le previsioni ipotetiche spesso si ritrovano quelle relative ai ricavi derivanti dal lancio di un nuovo prodotto o dal riposizionamento di un prodotto già parte della gamma; se ne deduce che rilevante sarà capire la tenuta del piano, motivo per cui abbiamo sottolineato l'importanza dell'analisi di sensitività (CNDCEC, op. cit., pag. 41).

Si specifica, infine, che non è possibile giudicare l'attendibilità di dati prospettici che siano basati su assunzioni soggettive del management, soprattutto se sprovviste di alcun supporto logico (CNDCEC, op. cit., pag. 41).

Per quanto riguarda il secondo punto, il valutatore si esprime in merito alla corretta redazione dell'informativa finanziaria prospettica, si appura quindi che le informazioni presentate nel piano siano coerenti o meno con le assunzioni che sono state poste alla base.

In merito al terzo punto dobbiamo considerare che, come detto, non è possibile esprimere un giudizio di tipo positivo rispetto alla realizzazione degli obiettivi del piano, perché non esiste certezza al riguardo in ogni caso. Se per le assunzioni basate sulle migliori stime ci si limita ad appurare che i risultati effettivi potrebbero discostarsi da quelli previsti dall'informativa, visto che gli eventi previsti potrebbero non manifestarsi; nel caso delle assunzioni ipotetiche il tutto si concentra sull'uso esclusivo dell'informativa finanziaria prospettica ai soli fini per cui è stata redatta. Infatti, se si necessita di esprimersi sulla possibilità che i risultati effettivi coincidano a quelli previsti, bisogna considerare che quei risultati sono stati calcolati basandosi su assunzioni ipotetiche riguardo gli eventi futuri e le azioni che il management porrà in atto e che quindi non è certo che si verificheranno.

Nel caso in cui una o più assunzioni significative non vengano ritenute una base ragionevole per l'informativa finanziaria prospettica, sia che venga redatta in base alle migliori stime, sia che venga redatta sulla base di assunzioni ipotetiche, allora il giudizio sull'informazione finanziaria prospettica è di tipo negativo (IAASB, op. cit., pag. 216).

## **2.5. Il giudizio di fattibilità e l'execution risk**

Alla luce di quanto presentato nei precedenti paragrafi, cerchiamo di definire il filo conduttore di quanto studiato fino ad ora.

I piani pluriennali sono lo strumento attraverso i quali si valuta il valore futuro dell'impresa, in quanto rappresentano la base per la definizione dei flussi di risultato futuro, ovvero gli input dei modelli valutativi.

In particolare, se consideriamo il metodo Discounted Cash Flow, l'applicazione prevede che quei flussi che vengono inseriti nel modello siano rappresentativi di risultati medio normali, potremmo dire che sono considerati gli unici flussi possibili. A sua volta nel tasso di sconto bisogna tener conto dell'incertezza. Il modello più usato per prezzare il rischio è, come ben noto, il CAPM, il quale però è in grado di prezzare un rischio "normale" di mercato, cioè il rischio del portafoglio con la migliore strategia di mercato.

Dobbiamo considerare che quanto più il piano proposto non è credibile e tanto più si allontana da un piano caratterizzato da un rischio "normale" per quanto riguarda la sua effettiva realizzazione e di conseguenza il CAPM non sarà più adatto, nella sua forma classica, a valutare la volatilità dei flussi.

Il tema centrale attiene alla quantità e qualità di informazioni in possesso del valutatore. Easley e O'Hara (2001) investigano la relazione tra l'informazione e il costo del capitale di rischio e, a tal proposito, sottolineano: "[...] the distribution of private information affects the return investors require to hold any stock in equilibrium. Viewing this result from the perspective of the firm, a firm whose stock has relatively more private information and less public information thus faces a higher cost of equity capital." (Easley, O'Hara, *Information and the Cost of Capital*, 2001, pag. 24). Tale concetto non è sicuramente nuovo in materia di finanza, tuttavia ci sono molti fattori che influenzano tale relazione. Infatti, se la relazione inversamente proporzionale tra quantità di informativa

resa disponibile al pubblico e cost of equity è piuttosto nota e intuitiva, gli autori sottolineano tra i fattori determinanti la capacità dell'impresa stessa di comprendere a fondo tutti gli aspetti chiave della propria gestione e attività, e la qualità dell'informazione messa a disposizione (oltre alla capacità di reporting nel comporre le informative). Sussiste infatti, allo stesso modo, una relazione inversamente proporzionale tra la precisione delle informazioni (sia interne che esterne all'azienda) e il cost of equity (si veda a tal proposito Easley, O'Hara, op. cit., pag. 26).

Riallacciandoci al tema CAPM, è evidente che se il livello di rischio si discosta da quanto previsto secondo le ipotesi del CAPM, è necessario aggiungere al tasso di sconto una componente di rischio specifico.

Il rischio specifico, in tal senso, va a prezzare quella parte di rischio anomalo (secondo il modello canonico) in virtù dell'incertezza riguardo la realizzazione dei flussi che provengono da un piano la cui eseguibilità è messa in dubbio. In particolare, abbiamo visto che l'eseguibilità del piano viene messa in dubbio in presenza di errori tecnici nei dati di partenza, ipotesi alla base del piano incoerenti (reciprocamente o rispetto al contenuto dei dati previsionali) o ancora ipotesi eccessivamente aggressive o conservative.

Per questo motivo, di fronte ad un piano pluriennale non giudicato fattibile abbiamo due opzioni: la prima è correggere il piano allineandolo a come dovrebbe essere secondo le informazioni di cui si dispone a quella data, oppure applicare una correzione al tasso di sconto di modo che tenga conto del rischio derivante dalla realizzabilità del piano, quello che Bini M. ha definito execution risk (come riportano al paragrafo 1.3.3.).



### Capitolo III: Piani strategici e scostamenti

I modelli di valutazione del rischio più noti, come il CAPM, non sono solitamente in grado di catturare quella parte di rischio in eccesso rispetto ai rischi non diversificabili, che è invece collegata alla maggior volatilità nei rendimenti che si registrano sul mercato nelle società di minore dimensione.

Se sul concetto appena esposto concordano vari studiosi, come esposto nel Capitolo I, sul piano della interpretazione e misurazione della componente di rischio in eccesso sussistono correnti di pensiero molto diverse tra loro. Come abbiamo visto per molto tempo, e ancor oggi, si è preso a riferimento la dimensione aziendale come variabile indicatore per stabilire una componente di size premium, ovvero un premio per il rischio aggiuntivo (rispetto al risk premium restituito dai modelli di mercato) che trova fondamento nel concetto che le minori dimensioni di una società siano presupposto di una maggior rischiosità. Per questo motivo nella valutazione delle piccole e medie imprese sussiste una prassi piuttosto diffusa di penalizzare il tasso di sconto con una correzione in virtù delle ridotte dimensioni societarie.

Sul legame rischio-dimensione molti teorici si sono espressi evidenziando le lacune sottostanti a tale teoria e i conseguenti limiti. Infatti, la dimensione non è sempre un buon indicatore in grado di definire le potenzialità, la solidità e le debolezze di un business. Oltretutto il size premium non è separabile, ingloba quindi tutta una serie di rischi specifici responsabili teoricamente dell'extra rendimento, ponendoli interamente sotto la dicitura di "premio per il rischio dimensionale".

Una visione diversa è quella posta da Bini M. che ipotizza una componente di execution risk come correttivo al tasso di sconto espressione del beta, del market risk premium e del risk free. Bini attribuisce che una quota di rischio aggiuntiva dipenda dalla attendibilità delle previsioni, espresse nei piani strategici, rispetto ai risultati aziendali, ovvero a dati previsionali puntuali, accuratamente motivati, frutto della considerazione di più scenari e basati su assunzioni veritiere corrisponde una minore rischiosità e quindi un minor premio per il rischio aggiuntivo.

Ci si potrebbe chiedere se l'affidabilità dei piani possa essere il giusto indicatore per spiegare la volatilità dei risultati delle piccole e medie imprese rispetto a quelle di maggiori dimensioni ed esprimere quindi una misura di rischio specifica. In tal senso, sarebbe ragionevole pensare che le società di grandi dimensioni siano significativamente più propense all'attività di pianificazione, alla redazione periodica di piani, oltre al fatto di disporre delle risorse adeguate da dedicare ad una accurata pianificazione. Contrariamente, le imprese più piccole solitamente non redigono periodicamente i piani industriali e, se lo fanno, si limitano ad ipotesi semplicistiche basate per lo più sui risultati storici e l'intuitività del manager.

Applicando questa teoria dovremmo aspettarci in linea di massima quindi una componente di rischio aggiuntiva maggiore via via che le dimensioni societarie si riducono ma in quanto frutto della valutazione sull'affidabilità delle informazioni prospettiche dei piani aziendali; fermo restando che nulla vieta che una PMI predisponga le risorse necessarie ad una efficace pianificazione.

Verificare questa relazione non è compito semplice in quanto assegnare un giudizio sull'affidabilità di un piano abbiamo visto che non è compito semplice e soprattutto non completamente oggettivo dato che le assunzioni sono intrinsecamente rischiose (non esiste di fatto possibilità di elaborare previsioni completamente sicure e anche le assunzioni più ragionevoli sono in ogni caso esposte al rischio di verificarsi o meno). A consuntivo, potremmo individuare negli scostamenti tra quanto previsto e quanto effettivamente realizzato un indicatore utile per dedurre se la pianificazione è stata efficace o meno. Bisogna specificare tuttavia che non è scontato che la presenza di scostamenti sia dovuta esclusivamente ad errate assunzioni alla base delle previsioni; o meglio le assunzioni potrebbero essere pienamente sensate ma potremmo trovarci di fronte ad eventi e fattori esterni alla società, poco prevedibili, che ne influenzano i risultati.

In secondo luogo, si dovrebbe verificare se sussiste una relazione di dipendenza tra qualità dei piani, in ipotesi appunto gli scostamenti, e l'andamento dell'extra rendimento, ovvero di quella parte del rendimento che eccede la quota dipendente da beta e rendimento di mercato. In tal senso si potrebbe considerare il coefficiente alpha, ricavato da una regressione tra rendimento della singola società rispetto al rendimento di un indice

rappresentativo del mercato di riferimento, ed esaminarne la correlazione con gli scostamenti registrati rispetto alla pianificazione.

A ciò si aggiunge che, essendo molte informazioni sulle imprese non quotate non facilmente reperibili o addirittura non disponibili (si pensi ai rendimenti sul mercato azionario), un campione di società oggetto di studio dovrà necessariamente essere estratto dalle società quotate, suddividendole in base ad un indicatore di dimensione. Lo scopo intrinseco è quello di individuare se sussiste una discrepanza di risultanze tra imprese di grandi dimensioni e di piccole dimensioni di modo da assumere di poter far valere la stessa relazione espandendola al mondo delle PMI non quotate.

Vi sono quindi una serie di quesiti da porci in merito a cosa ci aspettiamo di vedere esaminando piani strategici e correlazioni delle società del campione.

Un primo punto è capire se le società di maggiori dimensioni sono effettivamente dotate di una disclosure più efficace rispetto alle società di dimensione più ridotta. In tal senso oggetto di attenzione è la comunicazione agli investitori e in particolare le sezioni di investor relations dei siti web delle aziende del campione.

Quello che ci si aspetta di vedere è una mole di informazioni messe a disposizione più vasta e facilmente fruibile dagli interessati. Inoltre, ci si aspetta che le società di maggiori dimensioni pubblichino i piani strategici abitualmente e che procedano alla pianificazione più frequentemente.

Altra ragionevole aspettativa è di avere piani più dettagliati e supportati da valide assunzioni, ancor meglio se basati su analisi del contesto di mercato e su ragionevoli previsioni sullo sviluppo del contesto macroeconomico.

Di conseguenza, dato anche il differente quantitativo di risorse a disposizione per la pianificazione e l'importanza della stessa in quanto comunicazione finanziaria, gli scostamenti in linea di massima dovrebbero essere più consistenti per le imprese più piccole rispetto a quelle di grandi dimensioni. La variabilità degli scostamenti dovrebbe comunque considerare anche le caratteristiche del settore di appartenenza del business.

Una volta ottenuti gli scostamenti, inoltre, coerentemente con la teoria di Bini, si dovrebbe notare correlazione tra l'andamento degli scostamenti e quello del coefficiente alpha con una accentuazione del fenomeno per le imprese più piccole. La risultanza

sarebbe una conferma all'ipotesi che l'extra rendimento sul mercato sia influenzato dalla capacità di fare una buona pianificazione da parte della società. Non da meno è inoltre esaminare quali indicatori di risultato sono più sensibili nell'influire sulle performance del titolo sul mercato.

### **3.1. Il campione**

Le società inserite nel campione sono state estratte dal listino delle società quotate alla Borsa di Milano, il riferimento sarà quindi il mercato italiano. Tra i criteri scelti per la selezione si è mirato ad ottenere un set di società variegato rispetto alla "grandezza", in questo caso in base alla market capitalization, estraendo società comprese sia nel FTSE MIB, che nel FTSE Mid-cap e nel FTSE small-cap.

Si è mirato poi ad ottenere un campione variegato rispetto ai settori di appartenenza. Si specifica, rispetto a quest'ultimo criterio, che la presenza di vari settori diversi tra loro non è una caratteristica peculiare delle società di maggiori dimensioni, in questo caso comprese nel FTSE MIB, nel quale c'è preponderanza di società del settore bancassicurazione e società del settore energia. Questa è una delle motivazioni dalle quali è dipesa la scrematura delle società selezionabili.

Il criterio di scrematura più importante, tuttavia, non è un vero e proprio criterio quanto più una scelta obbligata; infatti sono state selezionate solo le società che mettono a disposizione adeguate comunicazioni sui piani strategici. Contrariamente a quanto si potrebbe pensare, non molte società presentano i piani strategici nelle sezioni di investor relations ma soprattutto non poche imprese comprese nel FTSE MIB, ovvero quelle di maggiori dimensioni e più osservate sul mercato, non rilasciano alcuna comunicazione in merito alla pianificazione. A titolo di esempio è il caso di Moncler e Ferragamo.

Se da un lato stupisce che alcune società di tali dimensioni non mettano a disposizione i propri piani strategici, dall'altro lato la difficoltà di reperire dei piani aumenta esponenzialmente man mano che si scandagliano le Mid e Small Cap. Al di là dei piani la mole di informazioni rese disponibili è in molti casi piuttosto risicata, a volte limitata alla pubblicazione dei bilanci.

Altra questione è invece quella relativa al numero di piani strategici disponibili, ovvero quanto spesso le società pianificano. Da questo punto di vista il panorama è piuttosto variegato. Generalmente ne risulta che le aziende del settore energia siano propense a redigere piani pluriennali di anno in anno della durata di 3-5 anni, ad ogni piano andrà quindi a sovrapporsi il piano successivo.

Accanto abbiamo società del settore finanziario, come Intesa Sanpaolo, che redige piani imponenti dal punto di vista informativo ma che si succedono uno dopo l'altro senza sovrapporsi, procedendo quindi alla pianificazione (almeno dal punto di vista della disclosure) ogni quattro anni circa. All'estremo abbiamo Ferrari, per la quale si è dovuto ricorrere alla Guidance fissata anno per anno in quanto, dal punto di vista delle performance, non mette a disposizione alcun piano strategico.

Sul fronte delle imprese di minore dimensione abbiamo situazioni altrettanto distanti tra loro. Abbiamo da un lato il caso di La Doria con una prassi di piani pluriennali deliberati ogni anno, con riferimento esplicito a previsioni di tipo macro e previsioni relative a una vasta pluralità di indicatori. Accanto, Geox, pur non essendo pariteticamente prolifica nel numero di piani strategici, presenta piani molto dettagliati. Tuttavia, all'opposto si presentano ovviamente anche il caso di IlSole24Ore dove le previsioni sono poche, riferite più a intervalli che a valori puntuali e con poche assunzioni alla base.

Ne deduciamo che in termini di qualità dei piani e di disclosure in generale verso gli investitori, esiste sicuramente una discrepanza tra grandi e piccole imprese a favore delle prime ma che non deve essere presa come una verità assoluta in quanto sussistono casi evidenti che pongono anche le imprese più piccole come ottimi comunicatori in termini finanziari.

Segue in Tabella 7 la lista delle società incluse nel campione. Dato che, come evidenziato nel Capitolo I, la market capitalization non è l'unico criterio per ordinare le imprese in base alla dimensione, si propone la lista delle società riordinate in base ad average Ebitda e ricavi degli ultimi cinque esercizi e numero di impiegati, oltre che in base alla market capitalization (per i dati sottostanti alla classificazione si veda l'Allegato A).

Tabella 7: Società nel campione ordinate in base a market capitalization, average ebitda, ricavi e numero di impiegati.

	MARKET CAP.	AVERAGE EBITDA	RICAVI	N° IMPIEGATI
1	Enel	Enel	Enel	Poste Italiane
2	Intesa SP	Intesa SP	Intesa SP	Intesa SP
3	Ferrari	Poste Italiane	Poste Italiane	Enel
4	Poste Italiane	Leonardo	Leonardo	Leonardo
5	Pirelli	Pirelli	Pirelli	Pirelli
6	Acea	Ferrari	Fincantieri	Fincantieri
7	Erg	Acea	Ferrari	Astaldi
8	Leonardo	Erg	Acea	Acea
9	Falck Renewables	Fincantieri	Astaldi	Geox
10	Cementir Holding	Cementir Holding	Cementir Holding	Ferrari
11	Fincantieri	Falck Renewables	Erg	Elica
12	Astaldi	La Doria	Geox	Cementir Holding
13	La Doria	Geox	La Doria	Carraro
14	Geox	Carraro	Carraro	La Doria
15	Elica	Elica	Elica	Erg
16	Carraro	Astaldi	Falck Renewables	Falck Renewables
17	ISole24Ore	ISole24Ore	ISole24Ore	ISole24Ore

Fonte: Borsa Italiana e dati resi noti dalle società.

Si può notare che la classificazione con quattro criteri diversi non presenta molte differenze. Degne di nota sono i passaggi di posizione di Falck Renewables e Fincantieri.

Nel prossimo paragrafo si procederà ad esaminare per ogni singola società i piani strategici e i relativi scostamenti rispetto agli effettivi, relativamente inoltre al contesto settoriale; in seguito si osserveranno le correlazioni tra scostamenti e il coefficiente alpha.

### 3.2. Gli scostamenti e le correlazioni

Oggetto di indagine sono tutti i piani strategici reperibili riferiti all'arco 2015-2020. Ad eccezione della società Elica, tutti i piani arrivano a comprendere il 2020, sull'altro fronte si noterà tuttavia che in certi casi avremo orizzonti di previsione a partire dal 2015 ma nella maggior parte dei casi partiranno dal 2016 o 2017. Sicuramente anche la mancata disponibilità di piani prima di una certa data è oggetto di questioni. Le società in questione potrebbero aver fatto propria la prassi di pubblicare i piani strategici solo

recentemente, oppure, nel caso di società quotate da non molto tempo, potrebbero non esistere veri e propri piani (resi disponibili al pubblico) antecedenti a quelli pubblicati.

In merito agli indicatori, ad eccezione di ricavi ed Ebitda, nella maggior parte dei casi non avremo omogeneità; si noterà infatti che se per alcuni business gli ordini acquisiti o la net financial position sono indicatori chiave, per altri lo saranno per esempio gli investimenti annui. Questa mancanza di omogeneità non deve stupire dato che i key performance indicators per settori diversi e business strutturalmente diversi sono specifici. Si arriva poi al culmine nel caso di Intesa Sanpaolo che, essendo una bancassicurazione, presenta riferimenti totalmente diversi dalle imprese industriali.

Un problema che si è presentato è quello relativo ai dati effettivi 2020 che non sono stati immediatamente disponibili durante il lavoro di tesi. A ciò si aggiunge inoltre il problema concettuale di includere o meno dati relativi a scostamenti di un esercizio che esce da qualsiasi possibilità di previsione negli esercizi passati a causa dell'impatto della pandemia da Covid-19. La scelta è stata quella di presentare anche i dati 2020, avendo cura di svolgere anche le valutazioni relative al solo periodo 2015-2019.

L'andamento degli scostamenti annui verrà poi messo in relazione con il coefficiente alpha. Si specifica che le stime relative ad alpha sono state ricavate usando la banca dati Bloomberg come intercetta di una regressione impostata come segue:

$$R_t = \alpha + \beta(R_m)$$

La regressione è stata impostata sulla base di dati settimanali relativi a due anni mettendo in relazione il rendimento del titolo contro il FTSE Italia All-Share (IT LMS INDEX) come indice rappresentativo del mercato italiano. Ogni regressione ha preso quindi a riferimento un totale di 104 punti. Di scostamenti e coefficienti alpha ne è poi stata calcolata la correlazione.

Di seguito si procede con la disamina dei singoli casi relativi ad ogni società.

### 3.2.1. Enel

Enel è la più grande azienda elettrica d'Italia, specializzata nell'elettricità e gas, e una delle componenti protagonista del FTSE MIB. Enel pone in rilievo la strategia con una sezione appositamente dedicata nella parte di investor relations. I piani che ho ricavato sono quattro (il piano 2019-2021 pur essendo disponibile non è stato selezionato data la presenza di soli due esercizi di previsione e con il conseguente problema relativo al 2020 e soprattutto data la presenza di già quattro piani): piano strategico 2015-2019, piano strategico 2016-2019, piano strategico 2017-2019 e piano strategico 2018-2020.

La programmazione è un'operazione che viene eseguita annualmente e resa ampiamente fruibile; ne risultano piani che si sovrappongono tra loro nel periodo di previsione, motivo per cui è interessante analizzare come i dati prospettici vengano modificati man mano piano dopo piano.

Gli indicatori principali dedotti dalle presentazioni dei piani sono Ebitda, net income, NFP e FFO (funds from operations). Vedremo che comune denominatore per le imprese del settore energia è non presentare i ricavi come un KPI oggetto di previsione. Quello che si può dedurre è che le imprese del settore energia siano interessate più al fattore di marginalità sui ricavi che alla crescita dei ricavi stessi.

Segue in Tabella 8 la rappresentazione delle previsioni di Enel di ogni piano, dei dati effettivi e degli scostamenti.

Tabella 8: Scostamenti piani strategici Enel (dati in milioni di euro).

		Piano 2015-2019					Piano 2016-2019			
		2015	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
<b>Previsioni</b>	EBITDA	15.000	15.000	15.600	16.241	16.883	14.692	15.500	16.400	17.300
	NET INCOME	3.000	3.100	3.400	3.896	4.392	3.100	3.400	3.900	4.400
	NFP	-39.200	-38.600	-37.833	-37.067	-36.300	-38.200	-37.800	-37.400	-37.000
	FFO	8.232	9.264	10.215	10.665	10.890	8.786	9.828	10.464	11.100
<b>Effettivi</b>	EBITDA	15.040	15.174	15.555	16.150	17.900	15.174	15.555	16.150	17.900
	NET INCOME	2.887	3.787	5.329	4.060	4.767	3.787	5.329	4.060	4.767
	NFP	-37.545	-37.553	-37.410	-41.089	-45.170	-37.553	-37.410	-41.089	-45.170
	FFO	9.572	9.847	10.125	11.075	11.251	9.847	10.125	11.075	11.251
<b>Scostamenti</b>	EBITDA	40	174	-45	-91	1.017	482	55	-250	600
	NET INCOME	-113	687	1.929	164	375	687	1.929	160	367
	NFP	1.655	1.047	423	-4.022	-8.870	647	390	-3.689	-8.170
	FFO	1.340	583	-90	410	361	1.061	297	611	151



		Piano 2017-2019			Piano 2018-2020		
		2017	2018	2019	2018	2019	2020
<b>Previsioni</b>	EBITDA	15.500	16.200	17.200	16.200	17.200	18.200
	NET INCOME	3.600	4.100	4.700	4.100	4.800	5.400
	NFP	-38.000	-38.000	-37.500	-39.800	-39.500	-38.300
	FFO	9.880	10.260	11.250	10.746	11.455	11.873
<b>Effettivi</b>	EBITDA	15.555	16.150	17.900	16.150	17.900	17.940
	NET INCOME	5.329	4.060	4.767	4.060	4.767	5.197
	NFP	-37.410	-41.089	-45.170	-41.089	-45.170	-45.420
	FFO	10.125	11.075	11.251	11.075	11.251	11.508
<b>Scostamenti</b>	EBITDA	55	-50	700	-50	700	-260
	NET INCOME	1.729	-40	67	-40	-33	-203
	NFP	590	-3.089	-7.670	-1.289	-5.670	-7.120
	FFO	245	815	1	329	-204	-365

Fonte: piani strategici e relazioni finanziarie annuali Enel.

Prima di osservare i risultati dei piani consideriamo che Enel veniva da un biennio 2013-2014 dove ha visto decrescere l'Ebitda (rispettivamente da 16,69 miliardi a 15,76) così come il net income che ha segnato un deciso crollo (da 3,24 miliardi a 517 milioni di euro) causato specialmente da un incremento degli oneri finanziari netti (si veda a tal proposito la relazione finanziaria annuale 2014 di Enel); al contempo ha segnato una riduzione del debito netto da 39,7 miliardi a 37,38 miliardi di euro. Il piano 2015-2019 prevede un andamento in crescita per Ebitda, net income e FFO e contemporaneamente una riduzione della NFP. Tuttavia, si segnala che i punti di partenza 2015, ad eccezione del net income, sono previsti in lieve peggioramento rispetto al 2014. L'Ebitda inizialmente cresce ad un ritmo più veloce di quanto previsto, per poi rallentare e non raggiungere il target e infine nel 2019 superare di molto le previsioni. Net income fluttua ma spesso supera le aspettative. NFP nei primi tre esercizi si rivela minore delle previsioni per poi finire per ingrandirsi consistentemente negli ultimi due esercizi; viene quindi smentito totalmente il trend in discesa ipotizzato da Enel. Contrariamente FFO supera sempre le aspettative. Il piano tutto sommato nonostante preveda uno scenario di crescita si rivela abbastanza conservativo.

Nel 2016 rivede le stime di Ebitda al ribasso negli esercizi 2016 e 2017, stranamente dato il risultato in linea con le stime del 2015, mentre rivede al rialzo il 2018 e 2019. NFP viene rivista in termini meno ottimistici negli ultimi due esercizi accorciando gli scostamenti. Rivede al ribasso FFO i primi esercizi andando sostanzialmente a peggiorare gli scostamenti.

Con il piano 2017-2019 rivede al rialzo net income accorciando quindi gli scostamenti. Rettifica inoltre in peggioramento NFP accorciando anche in questo caso gli scostamenti. Si può notare come le rettifiche al piano divengano più oculate man mano che si restringe l'orizzonte di previsione. Il piano 2018-2020 disegna un nuovo orizzonte di previsione. Sostanzialmente si confermano i dati del piano precedente con una NFP rivista in discesa che accorcia ulteriormente gli scostamenti.

Per valutare la relazione con il coefficiente alpha gli scostamenti sono stati considerati in percentuale in valore assoluto. La ragione di ciò è che, concentrando la nostra attenzione sugli scostamenti, un buon piano è un piano le cui previsioni si avvicinano il più possibile agli effettivi, quindi viene giudicato un errore sia il non raggiungimento del target (ovvero una sopravvalutazione delle performance) ma anche l'eccessivo superamento dei target (espressione di piani troppo conservativi e poco rappresentativi delle vere potenzialità del business). Segue la Tabella 9 con la rappresentazione degli scostamenti percentuali assoluti e le correlazioni con alpha.

Tabella 9: Scostamenti e correlazioni con alpha di Enel.

	Piano 2015-2019					Piano 2016-2019				Corr. 15-19	Corr. 16-19
	2015	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019		
EBITDA	0,27%	1,16%	0,29%	0,56%	6,03%	3,28%	0,35%	1,52%	3,47%	0,55	-0,28
NET INCOME	3,77%	22,16%	56,74%	4,21%	8,53%	22,16%	56,74%	4,10%	8,34%	0,26	-0,01
NFP	4,22%	2,71%	1,12%	10,85%	24,44%	1,69%	1,03%	9,86%	22,08%	0,61	0,64
FFO	16,28%	6,29%	0,88%	3,84%	3,31%	12,08%	3,02%	5,84%	1,36%	-0,83	-0,99
Alpha	0,082	0,112	0,252	0,23	0,289	0,112	0,252	0,23	0,289		

	Piano 2017-2019			Piano 2018-2020			Corr. 17-19	Corr. 18-20
	2017	2018	2019	2018	2019	2020		
EBITDA	0,35%	0,31%	4,07%	0,31%	4,07%	1,43%	0,93	0,31
NET INCOME	48,03%	0,98%	1,43%	0,98%	0,69%	3,76%	-0,14	0,81
NFP	1,55%	8,13%	20,45%	3,24%	14,35%	18,59%	0,75	0,97
FFO	2,48%	7,94%	0,01%	3,06%	1,78%	3,07%	-0,94	-0,01
Alpha	0,252	0,23	0,289	0,23	0,289	0,344		

Le correlazioni sono piuttosto disgregate e non si segnalano indicatori con una qualche relazione con alpha. Le uniche variabili degne di nota in tal senso sono NFP con un indice di correlazione positivo e in crescendo, e FFO con una correlazione strettamente

negativa ma che poi crolla nell'ultimo piano. La mancanza di relazione tra scostamenti e alpha potrebbe risiedere nella presenza di più piani sovrapposti che vengono rinnovati di anno in anno, generando quindi influenza sugli scostamenti dei periodi in cui vi sono due o più previsioni. In generale il periodo in cui sono stati registrati maggiori scostamenti è il 2017, indipendentemente dall'orizzonte temporale del piano, motivo per cui le errate previsioni potrebbero essere dipese da fattori che esulano dalle capacità di pianificazioni del management. Enel inoltre è una delle più grandi aziende italiane quotate, motivo per cui l'andamento dei rendimenti dovrebbe essere in maggior misura spiegabile dal rischio di mercato più che da fattori specifici.

### 3.2.2. Intesa Sanpaolo

Intesa Sanpaolo è una delle più grandi imprese di bancassicurazione italiane. I piani a disposizione sono due, rispettivamente il piano strategico 2014-2017 e il piano strategico 2018-2021. Gli orizzonti di previsione non sono dunque sovrapposti. I piani sono largamente dettagliati e in questo caso i dati effettivi relativi al 2020 erano disponibili già nel febbraio 2021. Si noterà che gli indicatori sono specifici per il tipo di impresa trattata, in questo caso abbiamo proventi operativi netti, risultato della gestione operativa, risultato netto e impieghi a clienti. Segue in Tabella 10 la rappresentazione di dati previsionali, effettivi e scostamenti.

Tabella 10: Scostamenti piani strategici Intesa Sanpaolo (dati in milioni di euro).

		Piano 2014-2017			Piano 2018-2021			
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Previsioni</b>	PROV. OP. NETTI	17.717	18.444	19.200	18.491	19.231	20.000	20.800
	RIS. GEST. OP.	9.030	9.644	10.300	8.779	9.578	10.449	11.400
	RIS. NETTO	2.353	3.254	4.500	4.259	4.775	5.352	6.000
	IMPIEGHI A CLIENTI	344.465	356.522	369.000	402.375	408.813	415.354	422.000
<b>Effettivi</b>	PROV. OP. NETTI	17.186	16.975	17.443	17.813	18.083	19.023	
	RIS. GEST. OP.	8.452	8.273	8.233	8.326	8.793	9.052	
	RIS. NETTO	2.739	3.111	7.316	4.050	4.182	3.277	
	IMPIEGHI A CLIENTI	347.333	364.713	410.746	393.550	395.229	401.824	
<b>Scostamenti</b>	PROV. OP. NETTI	-531	-1.469	-1.757	-678	-1.148	-977	
	RIS. GEST. OP.	-578	-1.371	-2.067	-453	-785	-1.397	
	RIS. NETTO	386	-143	2.816	-209	-593	-2.075	
	IMPIEGHI A CLIENTI	2.868	8.191	41.746	-8.825	-13.584	-13.530	

Fonte: piani strategici e relazioni finanziarie annuali di Intesa Sanpaolo.

A proposito del piano 2014-2017, i proventi operativi netti sono pianificati in crescita circa al 4% annuo mentre il risultato della gestione operativa viene previsto in crescita al 6,8% annuo. Il risultato netto subisce una crescita decisa, mentre gli impieghi a clienti crescono al ritmo del 3,5% annuo circa. I proventi operativi fluttuano, non raggiungendo mai il target. Il risultato della gestione operativa non raggiunge il target e segue un trend inverso ovvero in decrescita. Il risultato netto fluttua dando scostamenti variabili mentre gli impieghi a clienti superano le aspettative. Nel piano 2018-2021 i proventi operativi netti crescono sempre al 4% circa ma parte da un target 2018 che si attesta sotto a quanto previsto per il 2017, di fatto interrompendo il trend pianificato in crescita, forse alla luce del risultato 2017 al di sotto del target. Gli effettivi non raggiungono quanto previsto ma confermano un trend in crescita. Per il risultato della gestione operativa prevede una crescita ad un tasso più elevato, circa il 9% annuo, partendo sempre da un 2018 fortemente al ribasso rispetto alla previsione 2017, ma anche inferiore rispetto alla previsione 2015, probabilmente alla luce degli scostamenti negativi registrati nel triennio precedente. In tal modo gli scostamenti si accorciano, anche se gli obiettivi non vengono mai raggiunti. Anche per il risultato netto il piano prevede crescita a partire da un 2018 in ribasso rispetto al 2017 e anche in questo caso il target non viene raggiunto.

Gli impieghi a clienti, nonostante gli obiettivi del precedente piano siano stati superati, vengono previsti sì in crescita ma a partire anche stavolta da un risultato inferiore al 2017. La correzione sembra tuttavia in parte azzeccata perché a consuntivo i valori effettivi hanno subito una diminuzione per poi ritornare a salire, anche se nonostante questo i target non vengono raggiunti. La percezione nel totale è che le correzioni al ribasso rispetto al piano precedente siano state sensate, visto che sono andate a ridurre gli scostamenti, anche se nel complesso il piano sembra essere stato redatto in base a ipotesi lievemente ottimistiche.

Di seguito troviamo in Tabella 11 gli scostamenti assoluti percentuali e le relative correlazioni con alpha.

Tabella 11: Scostamenti e correlazioni con alpha di Intesa Sanpaolo.

	Piano 2014-2017			Piano 2018-2021				Corr. 15-17	Corr. 18-21
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021		
PROV. OP. NETTI	3,00%	7,96%	9,15%	3,67%	5,97%	4,89%		-1,00	-0,99
RIS. GEST. OP.	6,40%	14,22%	20,07%	5,16%	8,19%	13,37%		-0,97	-0,53
RIS. NETTO	16,42%	4,39%	62,58%	4,91%	12,41%	38,77%		-0,50	-0,38
IMPIEGHI A CLIENTI	0,83%	2,30%	11,31%	2,19%	3,32%	3,26%		-0,75	-0,96
Alpha	0,391	0,006	-0,097	-0,125	-0,207	-0,179			

Le correlazioni si attestano tutte su valori negativi, significando che, all'aumentare dello scostamento percentuale, l'extra rendimento decresce. L'indicatore meno significativo sembra il risultato netto (e questo sarà in linea di massima un comune denominatore anche per le altre società). La variabile che mostra una relazione più forte con alpha è quella dei proventi operativi netti. Si nota inoltre che per il piano con scostamenti generalmente minori, cioè quello 2018-2021, le correlazioni si avvicinano un po' di più a zero, fatto che potrebbe segnalare che più le previsioni si avvicinano agli effettivi, e quindi più sono corrette, e minore è l'impatto su alpha. Il caso "anomalo" è impieghi a clienti visto che gli scostamenti tra i due piani sono di segno completamente inverso; la correlazione che nel secondo piano spinge verso l'estremo -1 potrebbe suggerire che gli scostamenti di segno negativo (ovvero non raggiungimento di un target) hanno un impatto più rilevante rispetto agli scostamenti dovuti al superamento degli obiettivi pianificati.

### 3.2.3. Ferrari

Ferrari è una di quelle società di grandi dimensioni che tuttavia non mette a disposizione un grande quantitativo di informazioni di tipo prospettico, motivo per cui si è ricorsi alle Guidance annue, fattore idoneo ad influenzare non poco i risultati del test. Se le previsioni su orizzonti lunghi sono man mano più difficili e più incerte, quelle di anno in anno hanno una probabilità di errore minore.

Tabella 12: Scostamenti piani strategici Ferrari (dati in milioni di euro).

		Guidance '16	Guidance '17	Guidance '18	Guidance '19	Guidance '20
		2016	2017	2018	2019	2020
<b>Previsioni</b>	RICAVI	2.900	3.300	3.400	3.500	4.100
	ADJ EBITDA	770	950	1.100	1.225	1.405
	NET IND. DEBT	-750	-500	-400	-	-
	IND. FCF	-	-	-	450	400
<b>Effettivi</b>	RICAVI	3.105	3.417	3.420	3.766	3.460
	ADJ EBITDA	880	1.036	1.114	1.269	1.143
	NET IND. DEBT	-690	-508	-370		
	IND. FCF				675	171
<b>Scostamenti</b>	RICAVI	205	117	20	266	-640
	ADJ EBITDA	110	86	14	44	-262
	NET IND. DEBT	60	-8	30		
	IND. FCF				225	-229

Fonte: Guidance e Annual Report annui di Ferrari.

Come si può vedere in Tabella 12, per gli indicatori ricavi, adjusted Ebitda, net industrial debt e industrial free cash flow, gli scostamenti sono decisamente esigui e le previsioni tendono ad essere inferiori agli effettivi, segnalando che i dati previsionali sono piuttosto precisi in un'ottica conservativa. Naturalmente tale risultato è fortemente influenzato dalla pianificazione anno per anno. Stupisce il fatto che un'impresa di tali dimensioni non pubblichi piani strategici pluriennali, dato anche che la sezione investor relations è ampiamente ricca di informazioni, comunicati e aggiornamenti.

Le correlazioni in questo caso sono state calcolate solo per ricavi e adjusted Ebitda, indicatori presenti in tutti gli esercizi.

Accanto agli scostamenti costantemente positivi, notiamo che il 2020 è stato un periodo di rottura rispetto al trend percorso negli esercizi precedenti, probabilmente a causa dell'impatto pandemico. Per tale motivazione si è scelto di calcolare le correlazioni su tutto l'orizzonte di previsione con e senza il contributo dei dati 2020. Tale opzione non è stata considerata per Enel e Intesa Sanpaolo dato che, con le correlazioni calcolate per singolo piano, l'esclusione del 2020 avrebbe pregiudicato il calcolo dell'indicatore per l'ultimo piano.

Tabella 13: Scostamenti con alpha di Ferrari.

	Guidance '16	Guidance '17	Guidance '18	Guidance '19	Guidance '20	Corr.	Corr.
	2016	2017	2018	2019	2020	16-19	16-20
RICAVI	7,07%	3,55%	0,59%	7,60%	15,61%	0,25	0,29
ADJ EBITDA	14,29%	9,05%	1,27%	3,59%	18,65%	0,95	0,79
NET IND. DEBT	8,00%	1,60%	7,50%				
IND. FCF				50,00%	57,25%		
Alpha	0,72	0,694	0,529	0,526	0,658		

Le correlazioni in questo caso sono tutte positive e poco influenzate dall'impatto 2020. Cercare di dare una descrizione della relazione risulta difficile in quanto le Guidance annue potrebbero aver distorto i risultati. Una correlazione positiva potrebbe essere dovuta in linea di massima all'effetto dato dal fatto che gli obiettivi sono sempre stati superati. Un dettaglio degno di nota potrebbe essere che la variabile ricavi, dove mediamente ci sono scostamenti più esigui, è debolmente correlata rispetto ad adjusted Ebitda.

### 3.2.4. Poste Italiane

Di Poste Italiane c'è un unico piano disponibile, che copre il periodo 2018-2022. Per altro, il piano in questione non è molto articolato e non si caratterizza per una vera e propria presentazione, quanto più un comunicato. Segue in Tabella 14 la rappresentazione del piano strategico 2018-2022.

Tabella 14: Scostamenti piano strategico Poste Italiane (dati in milioni di euro).

		Piano 2018-2022				
		2018	2019	2020	2021	2022
<b>Previsioni</b>	RICAVI	10.700	10.807	10.900	11.009	11.200
	EBIT	1.400	1.540	1.600	1.760	1.800
	NET PROFIT	1.000	1.050	1.100	1.150	1.200
	CAPEX	500	500	500	500	500
<b>Effettivi</b>	RICAVI	10.864	11.038	10.526		
	EBIT	1.499	1.774	1.524		
	NET PROFIT	1.399	1.342	1.206		
	CAPEX	538	734			
<b>Scostamenti</b>	RICAVI	164	231	-374		
	EBIT	99	234	-76		
	NET PROFIT	399	292	106		
	CAPEX	38	234			

Fonte: piano strategico e relazioni finanziarie annuali Poste Italiane.

Nel biennio 2016-2017 registra ricavi stabili (circa 10,6 miliardi) e un Ebit il lieve ascesa (da 1 a 1,12 miliardi). Il risultato netto è anch'esso in lieve crescita, da 620 milioni del 2016 a 689 milioni nel 2017.

Come si nota, il piano prevede sostanzialmente uno scenario di crescita, non molto aggressivo, considerando il biennio precedente. La mancanza di aggressività si nota anche dal fatto che gli obiettivi vengono sistematicamente superati. Fatta eccezione il periodo 2020 dove si ha una battuta d'arresto, nel complesso, gli scostamenti dai target di piano non sono particolarmente eccessivi e più esigui rispetto agli anni precedenti.

Anche in questo caso le correlazioni sono calcolate solo considerando anche il 2020, visto che, essendo l'inizio del piano nel 2018, non sarebbe possibile calcolare l'indicatore con soli due periodi.

Tabella 15: Scostamenti e correlazioni con alpha di Poste Italiane.

	Piano 2018-2022					Corr. totale
	2018	2019	2020	2021	2022	
RICAVI	1,53%	2,14%	3,43%			-0,47137
EBIT	7,07%	15,19%	4,75%			0,997459
NET PROFIT	39,90%	27,81%	9,64%			0,38944
CAPEX	7,60%	46,80%				
Alpha	0,148	0,431	0,033			

Le correlazioni sembrano piuttosto disgregate, soprattutto per l'inversione di segno tra ricavi ed Ebit. La correlazione di Ebit potrebbe suggerire che il superamento in positivo dei target potrebbe essere recepito in direzione opposta agli scostamenti di segno negativo, contrariamente alla tesi iniziale secondo cui gli scostamenti vengono considerati come errori nelle stime in entrambe le direzioni.

### 3.2.5. Pirelli

Il piano che si ha a disposizione è quello relativo al periodo 2017-2020, di antecedenti non ne sono stati resi disponibili. Pirelli nella sua sezione investor relations mette in generale a disposizione una buona mole di informazioni. Una curiosità è che, oltre al piano strategico, Pirelli pubblica annualmente delle Guidance che si occupano di effettuare



previsioni nell’arco del breve periodo, cioè un anno. Il fatto ancora più curioso è che Pirelli, quando procede a comunicare il raggiungimento dei target rispetto agli obiettivi, fa riferimento esclusivamente a queste linee guida annue invece che al piano strategico pubblicato nel 2017. In tal modo gli obiettivi figurano sempre raggiunti in quest’ottica, ma vedremo che rispetto al piano non lo sono affatto.

Tabella 16: Scostamenti piano strategico Pirelli (dati in milioni di euro).

		Piano 2017-2020			
		2017	2018	2019	2020
Previsioni	RICAVI	5.424	5.912	6.444	7.024
	EBITDA ADJ	1.247	1.389	1.514	1.651
	INVESTIMENTI	380	414	451	492
Effettivi	RICAVI	5.352	5.195	5.323	4.302
	EBITDA ADJ	1.175	1.279	1.351	893
	INVESTIMENTI	489	463	397	140
Scostamenti	RICAVI	-72	-717	-1.121	-2.722
	EBITDA ADJ	-72	-110	-164	-758
	INVESTIMENTI	110	50	-55	-352

Fonte: piano strategico e relazioni finanziarie annuali di Pirelli.

I ricavi sono previsti secondo il piano in netta crescita, soprattutto considerando come punto di partenza il risultato 2016 di 4,98 miliardi di euro. I dati effettivi fluttuano, attestandosi sempre sotto il target e generando scostamenti a crescere nel periodo. Anche l’Ebitda adjusted è previsto in crescita, trend confermato dagli effettivi, fatta eccezione per il crollo del 2020, anche se non raggiunge mai la soglia obiettivo. Infine, ad una previsione di investimenti in crescita si contrappone una situazione effettiva in decrescita, il trend è quindi opposto a quanto pianificato. Il piano nel complesso sembra leggermente ottimistico rispetto alla situazione reale, lo conferma anche il fatto di fare poi riferimento agli aggiornamenti annui nelle comunicazioni.

Tabella 17: Scostamenti e correlazioni con alpha di Pirelli.

	Piano 2017-2020				Corr. 17-19	Corr. 17-20
	2017	2018	2019	2020		
RICAVI	1,32%	12,14%	17,40%	38,75%	-1,00	-0,77
EBITDA ADJ	5,80%	7,93%	10,81%	45,90%	-0,94	-0,52
INVESTIMENTI	28,90%	11,98%	12,10%	71,53%	0,97	-0,16
Alpha	0,844	-0,014	-0,319	-0,296		

Come si vede in Tabella 17 dato lo stacco netto dei dati 2020 dal restante periodo si è optato per il calcolo delle correlazioni con e senza dati 2020. I dati suggeriscono una correlazione fortemente negativa tra gli scostamenti di ricavi ed Ebitda rispetto ad alpha, mentre una correlazione positiva per investimenti.

L'inclusione del periodo 2020 va a rendere più debole la correlazione, come ci si aspettava data l'aleatorietà dei risultati da inizio pandemia. Tuttavia, è da notare che ci siano imprese che sono state più penalizzate di altre durante quest'ultimo periodo. Il settore energia (si veda Enel) logicamente ha subito in maniera ridotta o quasi nulla gli effetti della pandemia. Si specifica inoltre che per il periodo 2017 alpha è estratto da una regressione basata su dati disponibili solo da ottobre 2017, motivo per cui i punti sottostanti alla stima sono inferiori ai 104 punti di norma.

Le variabili più significative alla luce di tutto ciò sono ricavi ed Ebitda adjusted che segnalano una correlazione negativa molto vicina al limite -1 anche con l'effetto dell'esercizio 2020, sottolineando una relazione inversa tra scostamenti ed extra rendimento.

### 3.2.6. Acea

Società attiva nel settore dei servizi in ambito energia, acqua, illuminazione e trattamento dei rifiuti. Coerentemente a quanto detto in precedenza non usa i ricavi come indicatore previsionale. Abbiamo a disposizione quattro piani che, così come Enel, si sovrappongono negli orizzonti previsionali. Segue in Tabella 18 la rappresentazione di piani e scostamenti.

Tabella 18: Scostamenti piani strategici Acea (dati in milioni di euro).

		Piano 2015-2019					Piano 2016-2020				
		2015	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Previsioni</b>	EBITDA	745	773	802	833	864	761	791	823	856	890
	NFP	-2.121	-2.153	-2.185	-2.218	-2.251	-2.056	-2.103	-2.152	-2.201	-2.252
	CAPEX	460	460	460	460	460	480	480	480	480	480
<b>Effettivi</b>	EBITDA	732	896	840	933	1.042	896	840	933	1.042	1.155
	NFP	-2.010	-2.127	-2.422	-2.568	-3.063	-2.127	-2.422	-2.568	-3.063	-3.528
	CAPEX	429	531	532	631	793	531	532	631	793	907
<b>Scostamenti</b>	EBITDA	-13	123	38	100	178	135	49	110	186	265
	NFP	111	26	-237	-350	-812	-71	-318	-416	-862	-1.276
	CAPEX	-31	71	72	171	333	51	52	151	313	427

		Piano 2018-2022					Piano 2019-2022			
		2018	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
<b>Previsioni</b>	EBITDA	885	942	1.002	1.054	1.108	1.021	1.100	1.200	1.300
	NFP	-2.817	-2.907	-3.000	-3.101	-3.200	-2.930	-3.200	-3.388	-3.700
	CAPEX	600	600	600	600	600	700	900	900	900
<b>Effettivi</b>	EBITDA	933	1.042	1.155			1.042	1.155		
	NFP	-2.568	-3.063	-3.528			-3.063	-3.528		
	CAPEX	631	793	907			793	907		
<b>Scostamenti</b>	EBITDA	48	100	153			21	55		
	NFP	249	-156	-528			-133	-328		
	CAPEX	31	193	307			93	7		

Fonte: piani strategici e relazioni finanziarie annuali di Acea.

Consideriamo come punto di partenza l'esercizio 2014 che ha visto Ebitda a 717,7 milioni di euro, capex per 318 milioni e una posizione finanziaria netta a -2,1 miliardi di euro.

Il piano 2015-2019 prevede un Ebitda in crescita, una posizione finanziaria netta il cui volume aumenta e capex attorno ad una media dei 460 milioni. Gli effettivi seguono il trend previsto ma superano le stime, ovvero abbiamo Ebitda e capex oltre i target e una posizione finanziaria netta in aumento. Con il piano 2016-2020 rivede al ribasso le stime di Ebitda e stringe la posizione finanziaria netta, forse alla luce dei risultati 2015, finendo tuttavia per generare scostamenti più elevati. Capex viene giustamente rivisto al rialzo ma sempre espressione di una media valida per tutto il quinquennio. Nel piano 2018-2022 l'Ebitda viene giustamente rivisto al rialzo ma restando sempre al di sotto dell'effettivo. Rivede fortemente in negativo la posizione finanziaria netta, generando uno scostamento positivo nel 2018 e riuscendo ad accorciare gli scostamenti 2019 e 2020 rispetto al precedente piano. Capex viene giustamente rivisto al rialzo.

Gli stessi aggiustamenti vengono adottati per il piano 2019-2022. L'impressione è che Acea corregga man mano le previsioni in base ai risultati ottenuti nell'esercizio appena concluso, di fatto riuscendo a fare delle previsioni man mano più vicine agli effettivi man mano che ci si avvicina alla fine del piano strategico.

Dal punto di vista delle correlazioni la situazione è analoga ad Enel, come si può vedere in Tabella 19.

Tabella 19: Scostamenti e correlazioni con alpha di Acea.

	Piano 2015-2019					Piano 2016-2020					Corr. 15-19	Corr. 16-19	Corr. 16-20
	2015	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2020			
EBITDA	1,76%	15,88%	4,69%	12,06%	20,60%	17,77%	6,17%	13,39%	21,76%	29,78%	-0,44	0,59	0,79
NFP	5,22%	1,20%	10,83%	15,79%	36,07%	3,44%	15,12%	19,34%	39,14%	56,66%	-0,44	-0,36	0,37
CAPEX	6,76%	15,43%	15,65%	37,17%	72,39%	10,63%	10,83%	31,46%	65,21%	88,96%	-0,49	-0,13	0,45
Alpha	0,462	0,254	0,113	0,098	0,168	0,254	0,113	0,098	0,168	0,282			

  

	Piano 2018-2022					Corr. 18-20
	2018	2019	2020	2021	2022	
EBITDA	5,41%	10,65%	15,27%			0,99
NFP	8,83%	5,37%	17,60%			0,79
CAPEX	5,17%	32,17%	51,17%			0,97
Alpha	0,098	0,168	0,282			

Si specifica che le correlazioni in questo caso per il secondo piano sono state calcolate con e senza i dati 2020; mentre le correlazioni dell'ultimo piano non sono presenti avendo a disposizione solo due periodi.

Analogamente ad Enel le correlazioni sono piuttosto variegate e non si riesce ad individuare una qualche relazione. Anche in questo caso si potrebbe motivare il risultato dalla presenza di più piani sovrapposti, ma si potrebbe prendere anche in considerazione la coincidenza del settore nel quale operano le imprese.

### 3.2.7. Erg

Erg è anch'essa una società attiva nel settore energia, specializzata in particolare nelle fonti di energia pulite, sostenibili e rinnovabili. Sul piano dell'energia eolica è il leader italiano e uno dei principali attori nel panorama europeo. Come le altre società produttrici di energia incontrate fino ad ora dà molto rilievo alla pianificazione e ai piani strategici nella sezione investor relations, ponendoli di fatto in primo piano.

Contrariamente alle imprese di energia incontrate fino ad ora, Erg non presenta piani con cadenza annua e quindi sovrapposti. Avremo infatti due piani, rispettivamente per il periodo 2015-2018 e per il 2018-2022, ci sarà quindi sovrapposizione del solo esercizio 2018.

Tabella 20: Scostamenti piani strategici Erg (dati in milioni di euro).

		Piano 2015-2018				Piano 2018-2022				
		2015	2016	2017	2018	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Previsioni</b>	EBITDA	350	440	421	450	475	488	500	530	560
	CAPEX	1.500	50	210	150	450	310	340	340	240
	NFP	-1.900	-1.600	-1.450	-1.300	-1.260	-1.300	-1.340	-1.270	-1.200
<b>Effettivi</b>	EBITDA	350	455	472	491	491	504	481		
	CAPEX	1.147	343	94	510	510	432	156		
	NFP	-1.448	-1.557	-1.233	-1.343	-1.343	-1.476	-1.439		
<b>Scostamenti</b>	EBITDA	0	15	51	41	16	17	-19		
	CAPEX	-353	293	-116	360	60	122	-184		
	NFP	452	43	217	-43	-83	-176	-99		

Fonte: piani strategici e relazioni finanziarie annuali di Erg.

Dietro i dati raccolti in Tabella 20 si cela un progetto intrapreso da Erg che rende il suo caso peculiare rispetto al resto del campione. Al 2014 l'Ebitda si attestava a 343 milioni mentre la posizione finanziaria netta a 409 milioni di euro. L'ingrossamento più che consistente della posizione finanziaria netta coincide con la previsione di capex del 2015. Erg, infatti, pianifica di intraprendere un percorso di crescita stimolata da investimenti nel rinnovabile, rispettivamente nel settore idroelettrico (tramite acquisizioni) e nel settore dell'energia eolica. A seguito di questa operazione, il piano prevede Ebitda in crescita, capex che torna a livelli più esigui dal 2016 e una PFN che, in seguito al picco 2015, mira a ridursi esercizio dopo esercizio. Ebitda effettivo supera sempre il target; capex fluttua non seguendo l'andamento delle previsioni, mentre la posizione finanziaria netta si rivela più contenuta di quanto era stato previsto. Con il piano 2018-2022, Erg rettifica le stime probabilmente alla luce dei risultati accumulati lungo il piano precedente. La rettifica al rialzo di Ebitda permette di avere scostamenti più esigui, le previsioni sulla posizione finanziaria netta tuttavia si rivelano un po' troppo ottimistiche. Nell'esercizio 2020 la crescita di Ebitda subisce una battuta d'arresto e anche gli investimenti sono di gran lunga minori; la PFN tuttavia riesce ad avere un lieve restringimento. Per le stesse motivazioni descritte nei casi precedenti, la quantità di periodi del secondo piano costringe al calcolo della correlazione includendo anche il 2020.

Segue in Tabella 21 la rappresentazione delle correlazioni tra alpha e gli scostamenti di Erg.

Tabella 21: Scostamenti e correlazioni con alpha di Erg.

	Piano 2015-2018				Piano 2018-2022					Corr.	Corr.
	2015	2016	2017	2018	2018	2019	2020	2021	2022	15-18	18-20
EBITDA	0,00%	3,41%	12,23%	9,11%	3,37%	3,38%	3,80%			0,52	-0,44
CAPEX	23,53%	586,00%	55,24%	240,00%	13,33%	39,35%	54,12%			-0,16	-0,89
NFP	23,79%	2,69%	14,97%	3,31%	6,59%	13,54%	7,39%			-0,40	-0,67
Alpha	0,138	0,089	0,206	0,52	0,52	0,224	0,258				

Dalle risultanze della Tabella 21 si evince che anche in questo caso, ovvero di un'impresa del settore energia, le correlazioni sono variegate e poco significative, non evidenziano quindi nessuna possibile correlazione tra scostamenti percentuali assoluti e alpha.

### 3.2.8. Leonardo

Leonardo è una società leader nel settore aerospazio, difesa e sicurezza. Inoltre, è partecipata per una quota attorno al 30% dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Il piano industriale, messo tra l'altro in primo piano nel sito di investor relations, copre il periodo 2017-2022. Gli indicatori evidenziati sono i nuovi ordini, i ricavi, l'Ebita e il FOCF (free operating cash flow), quindi non mette in rilievo alcun target relativo alla posizione debitoria. Consideriamo che il punto di partenza al 2016 vede i ricavi in lieve discesa dal 2015 al 2016 (rispettivamente da 13 miliardi a 12 miliardi) a cui si contrappone un aumento degli ordini (da 12 miliardi circa a 19 miliardi), del FOCF (da 307 milioni di euro a 706 milioni) e un Ebita stabile a 1,2 miliardi di euro.

Come evidenziato in Tabella 22, i nuovi ordini sono previsti in crescita ad un ritmo del 6% su base annua così come l'Ebita. A consuntivo gli ordini superano sempre la soglia target, soprattutto nel biennio 2018-2019. L'Ebita invece non raggiunge sempre il target ma gli scostamenti sono veramente esigui, come vedremo anche dagli scostamenti percentuali. La variabile ricavi prevede una crescita al 5,5% circa annuo, gli effettivi in linea di massima superano gli obiettivi. Del FOCF si hanno solo due stime, ovvero per il biennio 2017-2018, per le quali si nota una decrescita che di fatto è azzeccata anche se gli scostamenti non sono lievissimi.

Tabella 22: Scostamenti piani strategici Leonardo (dati in milioni di euro).

		Piano 2017-2022					
		2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Previsioni</b>	NEW ORDERS	11.500	12.750	12.921	13.697	14.518	15.390
	RICAVI	11.750	11.750	13.078	13.797	14.556	15.357
	EBITA	1.075	1.100	1.277	1.392	1.517	1.654
	FOCF	550	100				
<b>Effettivi</b>	NEW ORDERS	11.595	15.124	14.105	13.754		
	RICAVI	11.527	12.240	13.784	13.410		
	EBITA	1.066	1.120	1.251	938		
	FOCF	537	241	336	40		
<b>Scostamenti</b>	NEW ORDERS	95	2.374	1.184	57		
	RICAVI	-223	490	706	-387		
	EBITA	-9	20	-26	-454		
	FOCF	-13	141				

Fonte: piano strategico e relazioni finanziarie annuali di Leonardo.

Per quanto riguarda le correlazioni con alpha, come si nota in Tabella 23, non si evidenzia alcun legame abbastanza forte tra gli scostamenti percentuali assoluti e l'extra rendimento. In questo caso si sono calcolate le correlazioni con e senza i dati 2020.

Da notare è che gli scostamenti rispetto a quanto pianificato sono veramente esigui, segno che il processo di pianificazione è stato condotto con successo. Anche le previsioni 2020 sono piuttosto in linea con gli effettivi, fatta eccezione per Ebita che ha subito un crollo.

Tabella 23: Scostamenti e correlazioni con alpha di Leonardo.

	Piano 2017-2022						Corr. 17-19	Corr. 17-20
	2017	2018	2019	2020	2021	2022		
NEW ORDERS	0,83%	18,62%	9,16%	0,42%			-0,45	-0,18
RICAVI	1,90%	4,17%	5,40%	2,81%			0,43	0,50
EBITA	0,84%	1,82%	2,05%	32,62%			0,27	-0,34
FOCF	2,36%	141,00%						
Alpha	-0,211	-0,393	0,041	-0,318				

La elevata precisione dei prospetti previsionali potrebbe suggerire che in presenza di piani di elevata qualità, contenenti stime affidabili, espressione di ipotesi sullo sviluppo della gestione e del contesto economico oculate (in base a quanto si evince dal

confronto con i dati a consuntivo), allora i lievi scostamenti che si registrano non siano idonei a spiegare le ragioni dell'andamento di alpha.

### 3.2.9. Falck Renewables

Falck Renewables è una società operante nel settore delle energie rinnovabili a livello internazionale, precisamente si occupa della realizzazione e gestione di impianti di produzione di energia pulita e della gestione tecnica amministrativa di impianti di terzi.

Falck Renewables presenta piani quinquennali con sovrapposizione di un anno tra l'uno e l'altro e, come le altre imprese del settore energia, non presenta i ricavi come indicatore. I dati finanziari relativi al 2020 erano già ampiamente disponibili agli inizi di febbraio 2021. I piani a disposizione coprono rispettivamente i periodi 2013-2017 e 2017-2021. Dato che il sample selezionato è quello dal 2015 in poi, si presenteranno le previsioni a partire da tale anno. Segue in Tabella 24 la rappresentazione dei risultati previsionali dei piani e gli scostamenti rilevati.

Tabella 24: Scostamenti piani strategici Falck Renewables (dati in milioni di euro).

		Piano 2013-2017			Piano 2017-2021				
		2015	2016	2017	2017	2018	2019	2020	2021
Previsioni	EBITDA	175	198	225	132	147	166	184	201
	NFP	-586	-617	-650	-626	-693	-727	-805	-941
	OP. CASH FLOW	99	113	128	46	64	88	114	143
Effettivi	EBITDA	152	136	149	149	191	204	192	
	NFP	-630	-562	-585	-585	-547	-721	-745	
	OP. CASH FLOW	66	60	75	75	115	114		
Scostamenti	EBITDA	-23	-62	-76	17	45	38	8	
	NFP	-44	55	65	41	146	6	60	
	OP. CASH FLOW	-33	-53	-52	29	50	26		

Fonte: piani strategici e relazioni finanziarie annuali di Falck Renewables.

In Tabella 24 si nota che le previsioni 2015-2017 prevedono Ebitda in crescita, così come l'operating cash flow, e una posizione finanziaria netta più voluminosa. Dagli effettivi si nota che Ebitda e NFP presentano un trend totalmente opposto a quello previsto; per l'operating cash flow c'è una fluttuazione con un risultato 2017 in ascesa rispetto al 2015. Si consideri che i risultati 2013 e 2014 disegnavano un percorso in discesa per



l'Ebitda (da 145 milioni di euro a 135 milioni) e un restringimento della NFP (da 673 milioni di euro a 560 milioni); i risultati 2015 si discostano quindi dagli esercizi precedenti e successivi.

Alla luce dei risultati del primo piano, nel pianificare il periodo 2017-2021 rivede in modo meno ottimistico le stime. Ebitda e operating cash flow vengono rivisti fortemente al ribasso ma prevedendo comunque una crescita lungo il periodo; NFP viene rivista accorciando le distanze con gli effettivi ma prevedendo una espansione della posizione finanziaria netta. Ne risulta che le rettifiche effettuate siano eccessivamente conservative rispetto agli effettivi per quanto riguarda Ebitda e operating cash flow. Il secondo piano è così conservativo da non aver generato scostamenti in negativo nell'Ebitda nemmeno nell'anno 2020. Per quanto riguarda invece la posizione finanziaria netta, la situazione è abbastanza analoga al piano 2013-2017.

Quello che si può notare è che abbiamo due piani costruiti sotto ipotesi completamente diverse; il primo piano sembra piuttosto aggressivo, mentre il secondo molto conservativo, si suppone come reazione al mancato raggiungimento degli obiettivi del primo piano.

Per le correlazioni sono stati calcolati gli indicatori sia con il 2020 sia escludendo tale periodo, come si può vedere in Tabella 25.

Tabella 25: Scostamenti e correlazioni con alpha di Falck Renewables.

	Piano 2013-2017			Piano 2017-2021					Corr.	Corr.	Corr.
	2015	2016	2017	2017	2018	2019	2020	2021	13-17	17-19	17-20
EBITDA	12,91%	31,31%	33,62%	13,16%	30,69%	22,90%	4,20%		0,79	0,95	0,41
NFP	7,50%	8,94%	10,07%	6,62%	21,08%	0,86%	7,45%		0,95	0,85	0,80
OP. CASH FLOW	33,30%	47,10%	41,05%	63,14%	78,03%	30,02%			0,34	0,53	
Alpha	-0,31	-0,016	0,722	0,722	1,067	0,817	0,934				

La correlazione più degna di nota è quella relativa alla net financial position che disegna una relazione positivamente proporzionale tra scostamenti della NFP ed extra rendimento sul mercato.

Il dato relativo ad Ebitda, oltre ad essere molto penalizzato dal dato 2020, genera qualche dubbio perché gli scostamenti tra i due piani solo completamente opposti di segno in origine, questo fa ragionevolmente pensare che, se si considerassero gli scostamenti

non assoluti, il segno della correlazione del primo piano sarebbe negativo, indicando quindi un effetto negativo sull'extra rendimento dato dal mancato raggiungimento del target e un effetto positivo dato dal superamento del target.

Il caso presentato potrebbe suggerire quindi che gli scostamenti non vengano percepiti allo stesso modo e che potrebbero avere sì avere una relazione con l'andamento di alpha ma di segno specifico rispetto al tipo di risultato registrato.

Altro argomento è valutare quali sono gli indicatori che rivelano maggiormente correlazione con alpha, fino a qui gli indicatori che meritano più attenzione sono quelli relativi ai ricavi, all'Ebitda e alla net financial position, rispetto ad altri magari ugualmente importanti, soprattutto per il settore specifico di attività e la struttura del business, ma meno sotto la lente di ingrandimento, specialmente da parte del mercato.

### *3.2.10. Cementir Holding*

Società operante nel settore del cemento bianco, con un portafoglio di business diversificato tra cemento, aggregati e calcestruzzo. Nella sezione investor relations pone il piano strategico in primo piano e ha una grande trasparenza nel comunicare i propri obiettivi e punti di forza agli investitori e il perché si dovrebbe investire in Cementir.

Cementir Holding dichiara di essere orientata al risultato e alla generazione di cassa, avendo inoltre una forte solidità patrimoniale. Dichiara inoltre di essere efficiente nell'allocazione del capitale e di porre grande attenzione al ritorno sugli investimenti, unitamente al fatto di porsi tra le migliori società del settore in termini di profittabilità industriale e redditività. Si specifica che i dati relativi all'esercizio 2020 per questa società erano già ampiamente disponibili a febbraio 2021.

I piani a disposizione sono due con periodi parzialmente sovrapposti, ovvero il periodo 2017-2019 e il periodo 2018-2020, siamo di fronte quindi a una pianificazione annua su un orizzonte di tre anni.

Segue in Tabella 26 la rappresentazione dei piani strategici di Cementir Holding unitamente agli scostamenti registrati.

Tabella 26: Scostamenti piani strategici Cementir Holding (dati in milioni di euro).

		Piano 2017-2019			Piano 2018-2020		
		2017	2018	2019	2018	2019	2020
<b>Previsioni</b>	RICAVI	1.140	1.263	1.400	1.250	1.295	1.340
	EBITDA	217	237	260	235	253	270
	CAPEX	77	83	90	80	76	73
	NFP	-484	-418	-360	-260	-155	-50
<b>Effettivi</b>	RICAVI	1.140	1.196	1.212	1.196	1.212	1.225
	EBITDA	223	239	264	239	264	264
	CAPEX	86	67	63	67	63	55
	NFP	-543	-255	-240	-255	-240	-122
<b>Scostamenti</b>	RICAVI	0	-67	-188	-54	-83	-115
	EBITDA	6	1	4	4	11	-6
	CAPEX	8	-17	-27	-13	-13	-18
	NFP	-59	162	120	5	-85	-72

Fonte: piani strategici e relazioni finanziarie annuali di Cementir Holding.

Osservando la Tabella 26 possiamo osservare che il primo anno di previsione vede scostamenti molto esigui, fatto che probabilmente ha influenzato la pianificazione dal 2018 che rivede al ribasso leggermente i ricavi e restringe fortemente la NFP. Tuttavia, gli effettivi dal 2018 in poi disegnano una situazione in cui Cementir non è riuscita a raggiungere i target di ricavi e capex mentre per la NFP abbiamo un andamento in diminuzione il cui ritmo non è stato colto dai piani. Altro discorso è l'Ebitda che vede invece scostamenti positivi durante tutti i periodi, segno che anche con una mole di ricavi inferiore a quelli attesi la società è riuscita ad ottenere un margine non solo soddisfacente ma addirittura superiore alle aspettative (fatta eccezione per il 2020).

Tabella 27: Scostamenti e correlazioni con alpha di Cementir Holding.

	Piano 2017-2019			Piano 2018-2020			Corr. 17-19	Corr. 18-20
	2017	2018	2019	2018	2019	2020		
RICAVI	0,04%	5,30%	13,44%	4,30%	6,42%	8,60%	-0,91	-0,40
EBITDA	2,70%	0,45%	1,46%	1,49%	4,48%	2,33%	0,02	-0,99
CAPEX	10,83%	20,09%	29,67%	16,63%	16,98%	24,14%	-0,85	0,06
NFP	12,16%	38,84%	33,44%	1,77%	54,58%	144,40%	-0,29	-0,27
<b>Alpha</b>	0,325	0,345	-0,147	0,345	-0,147	0,143		

Dalla Tabella 27 notiamo che non si rilevano correlazioni piuttosto forti, nonostante si possa considerare una qualche influenza dell'esercizio 2020. Si potrebbe osservare che la correlazione dei ricavi è costantemente negativa, a segnare un lieve collegamento tra

il mancato raggiungimento costante del target e l'andamento di alpha. Cementir inoltre appartiene a quel gruppo di imprese che pubblica più piani sovrapposti, generando quindi possibile confusione nelle informazioni; di fatto il primo piano è stato rivisto dopo appena un esercizio.

### 3.2.11. Fincantieri

Fincantieri è una società multinazionale attiva nel campo della cantieristica. Ha un portafoglio piuttosto diversificato che spazia dalle navi da crociera alle navi militari, dalla navalmeccanica ad alta tecnologia ai traghetti, ai mega yacht e ai mezzi offshore. Di Fincantieri si hanno a disposizione due piani strategici, il piano 2016-2022 e il piano 2018-2022, da cui sono stati estratti tre indicatori: ricavi, Ebitda e net financial position.

Antecedentemente ai piani strategici, la società veniva da un biennio 2014-2015 che ha visto una diminuzione dei ricavi (da 4,4 miliardi di euro a 4,2 miliardi) ma soprattutto un crollo dell'Ebitda che passa in negativo (da 297 milioni a -26 milioni di euro) e un cambio di segno nella net financial position che passa da 44 milioni a credito a -438 milioni di euro a debito. Questo crollo nel 2015 è stato giustificato da Fincantieri dal calo del prezzo del petrolio a cui è susseguito un crollo della domanda dei mezzi offshore, specialmente nel mercato coreano. Dato che i piani strategici, come si nota in Tabella 28, presenteranno uno scenario in crescita e con margine sulle vendite positivo rispetto alla conclusione dell'esercizio 2015, ne possiamo trarre che gli eventi causa del crollo siano di carattere eccezionale.

Tabella 28: Scostamenti piani strategici Fincantieri (dati in milioni di euro).

		Piano 2016-2022					Piano 2018-2022				
		2016	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Previsioni</b>	RICAVI	4.410	4.840	5.270	5.757	6.245	5.225	5.721	6.218	6.808	7.399
	EBITDA	221	282	343	405	468	392	445	497	563	629
	NFP	-750	-625	-500	-350	-200	-500	-400	-300	-175	-50
<b>Effettivi</b>	RICAVI	4.429	5.020	5.416	5.849	5.191	5.416	5.849	5.191		
	EBITDA	267	341	421	320	314	421	320	314		
	NFP	-615	-314	-494	-736	-1.062	-494	-736	-1.062		
<b>Scostamenti</b>	RICAVI	19	180	146	92	-1.054	191	128	-1.027		
	EBITDA	47	59	78	-85	-154	29	-125	-183		
	NFP	135	311	6	-386	-862	6	-336	-762		

Fonte: piani strategici e Relazioni finanziarie annuali di Fincantieri.

Sostanzialmente il piano 2016-2022 prevede ricavi ed Ebitda in crescita e una posizione finanziaria netta che nel 2016 si allarga (rispetto al 2015) e poi punta a restringersi. I dati effettivi ci dicono che gli obiettivi di ricavi ed Ebitda sono stati superati, fatta eccezione per l'Ebitda 2019 in calo e i risultati 2020 in evidente calo rispetto alla media dei periodi precedenti. La posizione finanziaria netta si riduce oltre le aspettative ma nel 2018 il trend si inverte e nel 2019 e 2020 abbiamo un ingrossamento significativo della posizione debitoria. I dati del piano 2018-2022 differiscono poco da quanto indicato con il primo piano e probabilmente ciò accade alla luce dei risultati 2016-2017, non cogliendo le movimentazioni che avrebbero avuto luogo già dal 2018.

Per quanto riguarda le correlazioni, come si nota in Tabella 29, l'esercizio 2020 con i suoi risultati anomali influisce non poco nell'indicatore, motivo per cui del primo piano è stata presentata anche la correlazione fino al 2019.

Tabella 29: Scostamenti e correlazioni con alpha di Fincantieri.

	Piano 2016-2022					Piano 2018-2022					Corr. 16-19	Corr. 16-20	Corr. 18-20
	2016	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2021	2022			
RICAVI	0,43%	3,72%	2,77%	1,59%	16,88%	3,66%	2,23%	16,51%			0,96	-0,37	-0,61
EBITDA	21,09%	21,13%	22,90%	21,08%	32,96%	7,43%	28,03%	36,87%			0,44	-0,47	-1,00
NFP	18,00%	49,76%	1,20%	110,29%	431,00%	1,20%	84,00%	254,00%			-0,33	-0,58	-0,88
Alpha	-0,389	1,166	0,824	-0,267	-0,606	0,824	-0,267	-0,606					

La variabile ricavi è quella che evidenzia un legame con alpha. Sembra che la correlazione del secondo piano sia influenzata dallo scostamento assoluto del 2020, infatti per questo caso se si calcola la correlazione a dati non assoluti si ottiene un indice di correlazione di 0,73, che potrebbe suggerirci nuovamente la differenza di effetti causati da scostamenti positivi e negativi. Altro particolare da notare è la persistenza di segno negativo nella correlazione con la net financial position, ad indicare possibilmente una relazione negativa tra scostamento ed extra rendimento.

### 3.2.12. Astaldi

Astaldi è il caso più singolare tra quelli del campione, si tratta infatti di una società che nel 2018 arriva a chiedere il concordato in continuità aziendale.

Il gruppo Astaldi si riconosce come uno dei maggiori contractor a livello mondiale nel settore della progettazione, realizzazione e gestione di infrastrutture pubbliche e di opere di ingegneria civile.

I piani strategici reperiti si riferiscono agli orizzonti temporali 2016-2020 e 2018-2022, con un update 2017-2021 tra i due, e prendono a riferimento ricavi, Ebitda, Ebit, net financial position e net income. Vedremo, come presentato in Tabella 30, che le previsioni relative al biennio 2016-2017 non si discostano eccessivamente dagli effettivi, anche se nei risultati 2017 si può già intravedere un lieve declino. La situazione vedrà un netto crollo nel 2018. Il declino inizia quando, di fronte all'aggravamento della posizione debitoria che si attesta a marzo 2018 a -1,67 miliardi di euro, Astaldi delibera nel giugno 2018 un aumento di capitale per 300 milioni di euro che si inserisce in un piano della portata complessiva di 2 miliardi di euro che prevede la cessione di asset in concessione per il valore di 790 milioni di euro, un rifinanziamento di 750 milioni delle obbligazioni con scadenza 2020 e l'allungamento delle scadenze di 350 milioni di euro di linee di finanziamento esistenti. Tutto ciò non andò a buon fine a causa del mancato arrivo di un'offerta vincolante per la cessione di una quota pari al 33,3% della concessione del terzo Ponte sul Bosforo, condizione ritenuta necessaria dal consorzio di garanzia all'aumento di capitale, a causa della crisi turca e della volatilità della lira turca che ha caratterizzato l'estate 2018. A contribuire alla crisi di Astaldi troviamo anche la situazione politica ed economica in Venezuela che già nel marzo 2018 aveva costretto la società a svalutare la propria esposizione lorda verso la società Instituto de Ferrocarriles del Estado per 230 milioni<sup>2</sup>.

Il 28 settembre 2018 la società Astaldi comunica di voler accedere al concordato preventivo "con riserva" in attesa di presentare un piano di sopravvivenza della società mirato a preservare la continuità aziendale. La reazione è immediata e Standard & Poor's declassa il debito al rango D, ovvero equivalente al default, motivato dal fatto che il concordato preventivo "con riserva" prevede la sospensione dei pagamenti, salvo espressa

---

<sup>2</sup> a tal proposito si veda l'articolo di Scozzari C., *Astaldi, le cause di una crisi senza fine dal Ponte del Bosforo al Venezuela. Salini Impregilo scende in campo.*, Business Insider Italia, 4 ottobre 2018, consultabile all'indirizzo <https://it.businessinsider.com/astaldi-declassamento-debito-crisi-turchia-banche-concordato/>.

autorizzazione del tribunale, lungo tutto il periodo in cui si cerca di stabilire un accordo con i creditori, motivo per cui è ragionevole aspettarsi che per preservare il business la società non onorerà i propri debiti.

La situazione vede l'entrata in scena di Salini Impregilo con l'intento di cercare di salvare la società. L'entrata in scena di Salini non è casuale, visto che le due società lavoravano a stretto contatto, motivo per cui il fallimento di Astaldi avrebbe potuto riflettersi anche su Salini. L'inserimento di Salini è comunque condizionato alla progettazione di un'operazione finanziariamente sostenibile e alla pianificazione di una strategia di crescita soprattutto con occhio al mercato estero, in particolare Australia, USA ed Europa in generale. Il piano con l'inserimento di Salini ottiene successivamente il via libera nell'agosto 2019.

Per concludere in data 17 luglio 2020 Astaldi con un comunicato stampa informa che il Tribunale di Roma ha omologato il concordato preventivo in continuità aziendale che rappresenta una positiva conclusione di un iter di due anni e il ritorno in bonis della società.

Fatto un veloce riassunto del contesto in cui ha operato Astaldi negli ultimi esercizi, passiamo ad esaminare i piani strategici pubblicati dalla società in Tabella 30.

Tabella 30: Scostamenti piani strategici Astaldi (dati in milioni di euro).

		Piano 2016-2020					Upd. 2017-2021		Piano 2018-2022				
		2016	2017	2018	2019	2020	2018	2021	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Previsioni</b>	RICAVI	3.052	3.265	3.494	3.738	4.000	3.636	4.600	3.275	3.505	3.750	4.012	4.293
	EBITDA	366	392	419	411	440	400	460	360	350	375	361	386
	EBIT	305	327	349	355	380	320	360	295	280	300	281	301
	NFP	-900	-800	-700	-600	-500		-400					
	NET INCOME	95	107	120	134	150							
<b>Effettivi</b>	RICAVI	3.004	3.061	1.042	1.475		1.042		1.042	1.475			
	EBITDA	380	367	-1.104	42		-1.104		-1.104	42			
	EBIT	317	76	-1.778	10		-1.778		-1.778	10			
	NFP	-1.100	-1.260	-2.073	-2.301		-2.073		-2.073	-2.301			
	NET INCOME	73	-102	-1.908	-72		-1.908		-1.908	-72			
<b>Scostamenti</b>	RICAVI	-48	-204	-2.452	-2.263		-2.594		-2.233	-2.030			
	EBITDA	14	-25	-1.523	-369		-1.504		-1.464	-309			
	EBIT	12	-251	-2.127	-345		-2.098		-2.073	-271			
	NFP	-200	-460	-1.373	-1.701								
	NET INCOME	-23	-209	-2.028	-206								

Fonte: piani strategici e relazioni finanziarie annuali di Astaldi.

Come detto in precedenza, ci troviamo di fronte ad un piano strategico con inizio nel 2016, caratterizzato da previsioni in crescita, destinato ad essere totalmente irrealizzato; si può notare il crollo vertiginoso degli indicatori nell'esercizio 2018, seguiti da una leggera ripresa in termini almeno di marginalità sui ricavi nel 2019. Si specifica che i dati relativi all'esercizio 2020 non sono ancora stati resi disponibili a fine marzo 2021. Curiosa è la pubblicazione di un Update nel 2017, contenente poche stime, teso a confermare in qualche modo le previsioni di crescita di ricavi, Ebitda ed Ebit e a sottolineare l'intenzione di far arrivare la posizione finanziaria netta a 400 milioni entro il 2021. Ancora più curioso è il piano 2018-2022 che rinuncia a formulare stime riguardo la net financial position ma continua a prevedere stime in crescita che, seppur rettificate leggermente al ribasso rispetto al precedente piano, rimangono quasi esageratamente ottimistiche data la situazione che andava delineandosi nel corso del 2018 (specifico che il piano strategico in questione è stato oggetto di presentazione nel corso di maggio-giugno 2018).

Non avendo a disposizione i dati finanziari 2020, le correlazioni sono state calcolate solo in riferimento al primo piano, i cui risultati non stupiranno, come presentato in Tabella 31.

Tabella 31: Scostamenti e correlazioni con alpha di Astaldi.

	Piano 2016-2020					Corr. 16-19
	2016	2017	2018	2019	2020	
RICAVI	1,56%	6,25%	70,18%	60,54%		-0,86
EBITDA	3,77%	6,25%	363,33%	89,82%		-0,83
EBIT	3,88%	76,72%	608,91%	97,25%		-0,83
NFP	22,22%	57,50%	196,14%	283,50%		-0,72
NET INCOME	23,95%	195,30%	1695,60%	153,76%		-0,79
Alpha	0,285	-0,672	-1,619	-0,973		

Immediato è notare l'imponenza degli scostamenti percentuali, che stabiliscono una relazione negativa con alpha sul mercato. L'effetto è intuitivo data la totale contrapposizione tra andamento previsto e realtà. Basti pensare che il titolo Astaldi in seguito alla richiesta di concordato è precipitato del 65%<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Op.cit.



### 3.2.13. La Doria

Società operante nel settore alimentare, specificamente nel mercato dei derivati del pomodoro, della frutta e legumi. Il settore cui appartiene la società, ovvero l'alimentare, si suppone non sia caratterizzato da forti turbolenze; infatti i piani fanno previsioni di crescita molto contenute. Altro aspetto interessante è che La Doria, nonostante sia una delle società più piccole del campione, pubblica piani strategici con cadenza annuale e durata di tre esercizi e fornisce dati previsionali relativi ad un gran numero di variabili, segno che l'ipotesi di un settore dalle prospettive piuttosto stabili potrebbe essere ragionevole; fornire previsioni di così tanti indicatori sarebbe molto complicato nel caso di progetti ambiziosi, business basati sulla ricerca e sviluppo oppure su una grande mole di tecnologia o scenari di mercato caratterizzati da forte aleatorietà.

I piani raccolti sono riferiti rispettivamente agli orizzonti 2015-2017, 2016-2018, 2017-2019 e 2018-2021. Gli indicatori selezionati tra quelli messi a disposizione sono ricavi, Ebitda, operating cash flow, capex, free cash flow, free cash flow to the firm e net financial position. Segue in Tabella 32 la rappresentazione di piani, valori effettivi e scostamenti.

Tabella 32: Scostamenti piani strategici La Doria (dati in milioni di euro).

		Piano 2015-2017			Piano 2016-2018			Piano 2017-2019			Piano 2018-2021		
		2015	2016	2017	2016	2017	2018	2017	2018	2019	2018	2019	2020
<b>Previsioni</b>	RICAVI	725	750	777	685	723	760	644	690	709	689	712	736
	EBITDA	71	74	79	68	73	78	48	59	64	58	65	71
	OP. CASH FLOW				41	44	49	34	37	45	51	45	50
	CAPEX	14	12	10	11	11	11	11	13	13	61	28	14
	FCF	12	32	37	30	34	38	24	24	32	-10	17	36
	FCFF	12	20	25	20	24	25	10	18	21	-23	3	21
	NFP	-126	-106	-82	-110	-87	-62	-95	-77	-56	-121	-117	-96
<b>Effettivi</b>	RICAVI	748	653	669	653	669	688	669	688	718	688	718	848
	EBITDA	78	56	60	56	60	53	60	53	56	53	56	83
	OP. CASH FLOW	59	63	42	63	42	47	42	47	37	47	37	53
	CAPEX	9	13	19	13	19	47	19	47	59	47	59	19
	FCF	50	50	23	50	23	0	23	0	-22	0	-22	34
	FCFF	8	25	7	25	7	-14	7	-14	-37	-14	-37	9
	NFP	-130	-104	-98	-104	-98	-112	-98	-112	-149	-112	-149	-140
<b>Scostamenti</b>	RICAVI	23	-97	-108	-32	-53	-72	25	-2	8	-1	6	112
	EBITDA	7	-18	-19	-12	-13	-26	12	-6	-8	-5	-9	12
	OP. CASH FLOW				22	-2	-2	8	10	-8	-4	-8	3
	CAPEX	-5	1	9	2	8	36	8	34	46	-15	31	5
	FCF	38	18	-14	20	-10	-38	0	-24	-54	10	-39	-2
	FCFF	-4	5	-18	6	-17	-40	-3	-32	-57	9	-40	-12
	NFP	-4	2	-17	6	-11	-51	-3	-35	-93	9	-32	-44

Fonte: piani strategici e relazioni finanziarie annuali La Doria.

Il primo piano disegna uno scenario in crescita su tutti i fronti, con restringimento della posizione finanziaria netta e capex in lieve discesa. I dati effettivi fluttuano e in generale, ad eccezione del 2015, non superano i dati attesi. NFP conferma il trend previsto mentre capex al contrario ha un andamento in salita. Nel secondo piano, stranamente dati i risultati 2015, rivede le previsioni in senso peggiorativo forse cogliendo anticipatamente i segnali di un leggero declino rispetto all'esercizio precedente. Con il piano 2017-2019 rivede nuovamente in ribasso le stime e gli scostamenti sono più esigui, fatta eccezione per capex i cui dati effettivi sono piuttosto alti rispetto alle previsioni. Le variabili FCF e FCFF effettive diventano negative. Con il piano 2018-2021 rivede nuovamente in senso peggiorativo le stime, fatta eccezione per capex che viene plausibilmente rivista al rialzo. L'aggiustamento permette di avere scostamenti più esigui ed inoltre la società riesce a cogliere il passaggio in negativo di FCFF anche se anticipa quello di FCF. L'impatto dell'esercizio 2020 per La Doria è stato tutt'altro che negativo, riesce anzi a superare qualche obiettivo fissato nel 2018 e ad avere nuovamente FCF e FCFF in positivo. Data l'attività caratteristica della società i risultati 2020 non stupiscono più di tanto.

Sulle correlazioni incontriamo lo stesso "problema" di Enel e di tutte quelle società con molteplici piani a periodi sovrapposti, ovvero che il susseguirsi delle informazioni genera in qualche modo disturbo nel verificare se esiste o meno correlazione. Segue in Tabella 33 la rappresentazione delle correlazioni.

Tabella 33: Scostamenti e correlazioni con alpha di La Doria.

	Piano 2015-2017			Piano 2016-2018			Corr. 15-17	Corr. 16-18
	2015	2016	2017	2016	2017	2018		
RICAVI	3,21%	12,92%	13,89%	4,71%	7,39%	9,51%	-0,98	-0,46
EBITDA	9,92%	24,23%	24,21%	17,69%	17,56%	32,57%	-0,99	-0,88
OP. CASH FLOW				54,79%	4,76%	3,92%		0,04
CAPEX	35,71%	8,33%	87,00%	19,27%	78,10%	342,86%	-0,05	-0,78
FCF	318,33%	56,25%	36,76%	67,79%	30,36%	99,74%	0,98	-1,00
FCFF	30,51%	24,63%	73,28%	29,08%	71,91%	156,13%	-0,28	-0,67
NFP	2,85%	1,70%	20,37%	5,53%	12,89%	82,60%	-0,34	-0,83
Alpha	1,097	0,143	0,273	0,143	0,273	0,003		

	Piano 2017-2019			Piano 2018-2021			Corr.	Corr.
	2017	2018	2019	2018	2019	2020	17-19	18-20
RICAVI	3,90%	0,33%	1,18%	0,16%	0,79%	15,23%	0,60	0,84
EBITDA	25,21%	10,81%	11,81%	8,97%	13,85%	17,04%	0,72	0,37
OP. CASH FLOW	23,17%	26,63%	17,59%	8,63%	17,78%	6,80%	0,74	-0,94
CAPEX	78,10%	272,00%	356,92%	23,77%	112,14%	36,43%	-0,92	-0,81
FCF	0,85%	99,59%	169,91%	101,00%	231,18%	4,72%	-0,96	-1,00
FCFF	31,96%	178,89%	276,33%	38,26%	1316,67%	59,05%	-0,96	-0,87
NFP	3,26%	45,84%	164,30%	7,19%	27,18%	46,04%	-1,00	0,47
Alpha	0,273	0,003	-0,508	0,003	-0,508	0,476		

Anche in questo caso le correlazioni non evidenziano relazioni costanti in tutti e quattro i piani. Consideriamo inoltre che, con una pianificazione ogni anno, la società tende logicamente a sbagliare meno le previsioni relative al primo esercizio a venire di ogni piano strategico. Nonostante questo, qualche differenza con i casi precedenti c'è perché le correlazioni tendono a concentrarsi agli estremi dell'intervallo [1; -1]. Infatti, abbiamo FCF e FCFF le cui correlazioni mantengono sempre un segno negativo in linea con il susseguirsi di scostamenti negativi, che potrebbe segnalare una attenzione particolare degli investitori alla capacità di generare cash flows da parte della società. Anche i valori di Ebitda si collocano per la maggior parte agli estremi dell'intervallo, con segno influenzato possibilmente dall'alternanza di scostamenti positivi e negativi. In conclusione, nonostante l'effetto esercitato dal susseguirsi di più piani strategici, le relazioni tra scostamenti e alpha sembrano più forti rispetto agli analoghi casi precedenti nel settore dell'energia.

#### 3.2.14. Geox

Società attiva nel settore delle calzature e abbigliamento, di cui si occupa dalla produzione alla distribuzione, caratterizzata dall'applicazione di soluzioni innovative e tecnologiche per la traspirabilità e impermeabilità.

Di Geox si hanno a disposizione due piani non sovrapposti, il piano strategico 2016-2018 e il piano strategico 2019-2021, con indicatori ricavi, Ebitda, numero di negozi e capex. Segue in Tabella 34 la rappresentazione dei piani e scostamenti rilevati.

Tabella 34: Scostamenti piani strategici Geox (dati in milioni di euro ad eccezione del numero di negozi).

		Piano 2016-2018			Piano 2019-2021		
		2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Previsioni</b>	RICAVI	937	998	1.063	860	915	975
	EBITDA	66	86	112	86	92	98
	N. SHOPS	1.182	1.204	1.225	1.037	1.043	1.050
	CAPEX	38	35	35	40	40	40
<b>Effettivi</b>	RICAVI	901	885	827	806	535	
	EBITDA	48	64	48	31		
	N. SHOPS	1.161	1.095	1.030	974	867	
	CAPEX	31	31	35	33	18	
<b>Scostamenti</b>	RICAVI	-36	-113	-235	-54	-381	
	EBITDA	-18	-22	-63	-55		
	N. SHOPS	-21	-109	-195	-63	-176	
	CAPEX	-7	-4	0	-7	-22	

Fonte: piani strategici e bilanci annuali di Geox.

Partendo dal primo piano strategico, ci si attendeva sostanzialmente una crescita di punti vendita, a cui si accompagnava crescita dei ricavi e di Ebitda, con capex stabili. I dati effettivi dipingono uno scenario che va nel senso opposto: ricavi e negozi decrescono mentre l'Ebitda fluttua. Nel 2019 le stime del piano strategico partono da obiettivi molto più contenuti rispetto al piano precedente, ma si attestano su valori ugualmente ottimistici rispetto alla conclusione del 2018. Di fatto, a consuntivo gli obiettivi 2019 non sono stati raggiunti e a ciò si è aggiunto l'evidente impatto degli eventi relativi al 2020, che si concretizzano in un crollo dei ricavi e nella chiusura di quasi un centinaio di punti vendita. Si specifica che i dati finanziari forniti da Geox entro il mese di marzo non includevano l'Ebitda, motivo per cui non è stato inserito. In sintesi, quello che emerge dal piano è una contrapposizione netta tra pianificazione e realtà; se il risultato 2020 può facilmente asserire le cause all'impatto della pandemia, gli scostamenti in negativo degli esercizi precedenti sono probabilmente legati ad una pianificazione inconsistente o basata su assunzioni poco realistiche, oppure ad una scarsa capacità di mettere in pratica la pianificazione. A ciò si aggiunge che la pianificazione è anche messa in primo piano nella sezione investor relations, ponendola quindi all'attenzione degli investitori o di altri soggetti interessati. Passiamo ad osservare le correlazioni.

Tabella 35: Scostamenti e correlazioni con alpha di Geox.

	Piano 2016-2018			Piano 2019-2021			Corr. 16-18
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
RICAVI	3,84%	11,34%	22,15%	6,25%	41,57%		-1,00
EBITDA	27,97%	25,46%	56,80%	64,05%			-0,90
N. SHOPS	1,80%	9,03%	15,92%	6,05%	16,90%		-0,99
CAPEX	18,42%	11,43%	0,00%	17,50%	54,50%		1,00
Alpha	-0,175	-0,269	-0,424	-0,77	-0,40		

Le correlazioni disegnano un legame assolutamente inversamente proporzionale tra ampiezza dello scostamento di ricavi, Ebitda e numero di negozi, e alpha sul mercato. La correlazione con capex segnala una relazione positiva tra scostamento e alpha, tuttavia nei casi precedenti capex non è emersa come una variabile significativa nell'individuare una qualche relazione con alpha.

### 3.2.15. Elica

Elica è una società attiva nel settore delle cappe da cucina ad uso domestico e nella progettazione, produzione e commercializzazione di motori elettrici per elettrodomestici e caldaie da riscaldamento. Elica è l'unica società di cui non è stata reperibile una pianificazione fino al 2020 compreso; il piano a disposizione inoltre non è granchè messo in rilievo nel sito di investor relations, di fatto è stato piuttosto difficile da individuare.

Tabella 36: Scostamenti piano strategico Elica (dati in milioni di euro).

		Piano 2017-2019		
		2017	2018	2019
<b>Previsioni</b>	RICAVI	469	501	535
	EBITDA	35	39	44
	NFP	-70	-75	-79
<b>Effettivi</b>	RICAVI	479	472	480
	EBITDA	35	40	45
	NFP	-69	-57	-59
<b>Scostamenti</b>	RICAVI	10	-29	-55
	EBITDA	0	1	1
	NFP	1	17	20

Fonte: piano strategico e bilanci annuali di Elica.

La situazione di partenza vede ricavi nel 2016 in crescita rispetto al 2015 (da 421 milioni a 439 milioni di euro), Ebitda in diminuzione, rispettivamente da 35 milioni a 32 milioni di euro, e una posizione finanziaria netta più voluminosa rispetto al 2015, passata da -53 milioni a -60 milioni di euro. Dalla Tabella 36 possiamo notare che non si ha un indicatore che sia specificamente rilevante per il tipo di impresa, ma piuttosto tre indicatori rilevanti per tutti i tipi di società.

Le previsioni di Elica prevedono crescita di ricavi ed Ebitda e un allargamento della posizione finanziaria netta. Come vediamo dagli scostamenti, le previsioni su Ebitda sono a dir poco precise, i ricavi, più che seguire un trend in crescita, fluttuano attorno ai 480 milioni di euro, mentre la posizione finanziaria netta ha un trend opposto a quanto previsto. Passiamo ad osservare le correlazioni in Tabella 37.

Tabella 37: Scostamenti e correlazioni con alpha di Elica.

	Piano 2017-2019			Corr. 17-19
	2017	2018	2019	
RICAVI	2,13%	5,75%	10,33%	0,15
EBITDA	1,15%	1,71%	1,79%	-0,32
NFP	1,66%	23,36%	25,74%	-0,34
Alpha	0,258	-0,228	0,308	

Le correlazioni non segnalano alcun legame tra scostamenti e alpha. Quello che si può notare è che gli scostamenti di Elica siano estremamente esigui, soprattutto negli indicatori di redditività come ricavi ed Ebitda, ovvero i due indicatori che si sono dimostrati più sensibili fino ad ora.

### 3.2.16. Carraro

Carraro è una società leader nel mercato dei sistemi di trasmissione per trattori e veicoli fuoristrada. A disposizione abbiamo un solo piano strategico, cioè quello dal 2017 al 2021. Nonostante proponga nella sezione investor relations una grande mole di documentazione, anche in relazione alla sostenibilità e ai protocolli di sicurezza, non è stato possibile reperire altri piani strategici. Passiamo ad osservare il piano strategico in Tabella 38.

Tabella 38: Scostamenti piano strategico Carraro.

		Piano 2017-2021				
		2017	2018	2019	2020	2021
<b>Previsioni</b>	RICAVI	583	601	624	648	670
	EBITDA	48	57	63	69	75
	OPERATING CF	31	32	32	33	34
	NFP	-131	-120	-109	-100	-91
<b>Effettivi</b>	RICAVI	606	624	549	479	
	EBITDA	55	52	43	33	
	OPERATING CF	34	31	23	12	
	NFP	-146	-157	-124	-144	
<b>Scostamenti</b>	RICAVI	23	23	-75	-169	
	EBITDA	7	-5	-20	-36	
	OPERATING CF	3	0	-10	-21	
	NFP	-15	-37	-14	-44	

Fonte: piano strategico e relazioni finanziarie annuali di Carraro.

Carraro partiva da uno scenario nel biennio 2015-2016 che vedeva ricavi passare da 674 milioni a 593 milioni di euro, Ebitda perdere il 16,5% passando da 46 milioni a 39 milioni di euro, operating cash flow in netto rialzo da 331 mila euro a 11,7 milioni di euro e una NFP che passa da -228 milioni a -183 milioni di euro.

Il piano prevede crescita a partire da ricavi previsti inferiori al risultato 2016, l'operating cash flow prevede una crescita consistente rispetto al 2016 ma destinata a stabilizzarsi e infine una net financial position in riduzione. A consuntivo Carraro sembra aver raggiunto e superato gli obiettivi nei primi due esercizi per poi generare scostamenti negativi negli altri due. La società, nel bilancio annuale 2019, attribuisce il cambio di rotta nel 2019 ad un rallentamento del mercato globale, soprattutto per quanto riguarda l'India, a tensioni geo-politiche e a nuovi dazi. La net financial position fluttua. Evidente è l'impatto dell'esercizio 2020 che vede risultati in riduzione rispetto al 2019 e una posizione finanziaria netta in aumento. Passiamo alle correlazioni, descritte in Tabella 39.

Tabella 39: Scostamenti e correlazioni con alpha di Carraro.

	Piano 2017-2021					Corr. 17-19	Corr. 17-20
	2017	2018	2019	2020	2021		
RICAVI	3,95%	3,81%	12,06%	26,10%		-0,95	-0,70
EBITDA	14,67%	9,56%	31,94%	52,41%		-0,86	-0,74
OPERATING CF	8,74%	1,40%	30,60%	63,40%		-0,85	-0,71
NFP	11,37%	30,93%	13,22%	44,26%		0,12	-0,27
Alpha	0,907	0,465	-0,482	-0,222			

Le correlazioni segnalano una relazione negativa tra alpha e gli scostamenti nelle variabili ricavi, Ebitda e operating cash flow. I valori tra l'altro subiscono poco l'influenza dell'esercizio 2020. Per quanto riguarda la net financial position, invece, non si rileva alcuna relazione.

### 3.2.17. Il Sole 24 Ore

Il Sole 24 Ore è l'ultima società per grandezza (in base alla market capitalization) nel campione. Quello che ho potuto notare passando dalle società più grandi a quelle più piccole è man mano la maggior difficoltà nel reperire dati esaustivi; i piani strategici infatti si presentano man mano più "scarni" e semplicistici, basati su previsioni limitate a poche variabili, non suddivise per area di attività, e talvolta riferite a intervalli di valori più che a previsioni puntuali.

Per Il Sole 24 Ore a disposizione vi sono due piani strategici, rispettivamente il piano 2018-2020 e il piano 2019-2022. Antecedentemente ai piani la società non ha registrato risultati positivi nel biennio 2016-2017, ha infatti ricavi in discesa ed Ebitda ed Ebit in negativo anche se in lieve miglioramento nel biennio. Come si può evincere dalla Tabella 40, gli obiettivi pianificati dalla società si pongono in contrapposizione totale con il biennio 2016-2017.

Tabella 40: Scostamenti piani strategici Il Sole 24 Ore (dati in milioni di euro).

		Piano 2017-2020			Piano 2019-2022			
		2018	2019	2020	2019	2020	2021	2022
<b>Previsioni</b>	RICAVI	275	285	295	214	220	226	232
	EBITDA	19	32	45	22	26	32	38
	EBIT	8	21	34	5	9	16	26
<b>Effettivi</b>	RICAVI	211	199	191	199	191		
	EBITDA	7	21	20	21	20		
	EBIT	-3	-3	2	-3	2		
<b>Scostamenti</b>	RICAVI	-64	-86	-104	-15	-29		
	EBITDA	-12	-11	-25	-1	-6		
	EBIT	-11	-24	-32	-8	-7		

Fonte: piani strategici e bilanci annuali di Il Sole 24 Ore.



I piani forniscono stime per tre indicatori di redditività, escludendo quindi informazioni relative alla posizione debitoria o agli investimenti. Sostanzialmente il piano prevede crescita; tuttavia i dati effettivi ci mettono di fronte a ricavi che continuano il trend in discesa già iniziato nel 2016-2017, Ebit che dopo due esercizi in negativo torna alla positività nel 2020 e un Ebitda che, nonostante l'andamento dei ricavi, segna un netto aumento. Le stime del piano si rilevano quindi eccessivamente ottimistiche.

Nel 2019 rivede giustamente al ribasso le stime andando ad accorciare gli scostamenti rispetto ai dati reali. L'esercizio 2020 non influisce negativamente sulla gestione; nonostante una diminuzione dei ricavi, Ebitda rimane stabile ed Ebit torna positivo.

Passiamo ad analizzare le correlazioni, che saranno calcolate, per ovvia disponibilità di dati, solo per il piano 2018-2020.

Tabella 41: Scostamenti e correlazioni con alpha di Il Sole 24 Ore.

	Piano 2017-2020			Piano 2019-2022				Corr. 17-20
	2018	2019	2020	2019	2020	2021	2022	
RICAVI	23,27%	30,18%	35,25%	7,01%	13,09%			1,00
EBITDA	63,16%	34,38%	55,33%	4,55%	24,05%			-0,40
EBIT	137,50%	112,86%	93,24%	154,00%	73,97%			-1,00
Alpha	-0,922	-0,194	0,234	-0,194	0,234			

Considerando che gli scostamenti sono tutti di segno negativo, segno quindi del mancato raggiungimento dei target, le variabili che più plausibilmente spiegano una relazione con alpha sono Ebitda ed Ebit, indicatori quindi di margine sul venduto. Si ipotizza quindi una relazione di segno opposto tra extra rendimento sul mercato e scostamenti, in particolare di Ebit, che segnala un alpha positivo nell'esercizio 2020 dove ebit torna positivo. Tuttavia, dobbiamo considerare che l'orizzonte temporale non permette di calcolare correlazioni senza i dati 2020, non è stato quindi possibile isolare il possibile effetto anomalo di tale esercizio.

### 3.3. Conclusioni del test

Alla conclusione dell'analisi di piani strategici, scostamenti e correlazioni delle singole società del campione, si possono confrontare i risultati con le proprietà che ci si attendeva di osservare e che sono state introdotte al Paragrafo 3.1.

In primis consideriamo la mole di informazioni finanziarie messe a disposizione della società attraverso le sezioni web dedicate agli investitori. In merito a questo tema, per quanto ho potuto rilevare, le aspettative sono confermate, ovvero le società di maggiori dimensioni sono dotate di una sezione investor relations meglio strutturata, più facilmente consultabile e soprattutto mettono a disposizione una quantità di documentazione imponente, a partire dalle relazioni finanziarie infra annuali alle presentazioni (talvolta in più formati, compreso il formato video), ai comunicati stampa, unitamente a sezioni riassuntive di risultati finanziari e performance sul mercato azionario che rendono velocemente reperibili le informazioni. Naturalmente ci sono delle eccezioni, potremmo prendere a riferimento Fincantieri oppure Carraro (fatta eccezione per quanto riguarda i piani strategici) che pubblicano informazioni in maniera ben strutturata, anche se sicuramente non alla pari con società come Enel o Intesa Sanpaolo.

Un'altra aspettativa era quella di constatare che le imprese di maggiori dimensioni pubblicassero piani strategici abitualmente e più frequentemente rispetto alle imprese di minori dimensioni. Questo tema può essere valutato da due punti di vista; se prendessimo due campioni composti uno da imprese incluse nel FTSE MIB e un campione composto da imprese incluse nel FTSE small-cap, avremmo una probabilità più alta di trovare società che hanno pubblicato almeno un piano nel primo campione; infatti non è stato semplice selezionare delle imprese "minori" da includere nel campione per la mancanza di piani strategici. Quindi sotto questo punto di vista l'aspettativa sarebbe confermata. Tuttavia, sulla frequenza della pianificazione serve fare più di un appunto. Abbiamo incontrato infatti società che abitualmente pubblicano un piano strategico pluriennale ogni anno, società che pubblicano piani di orizzonte temporale uno successivo all'altro e società che pubblicano piani strategici in modo saltuario o che potrebbero aver messo a disposizione solo l'ultimo piano strategico. Le caratteristiche osservate sono piuttosto variegata rispetto alla classificazione della grandezza dell'impresa; sembra più che la frequenza dei piani sia influenzata dal settore in cui opera l'impresa. Si è potuto constatare,

ad esempio, che Ferrari non rilascia nemmeno un piano strategico vero e proprio (per quanto riguarda gli indicatori finanziari). Denominatore comune, invece, per le imprese del campo energia è la presenza di piani pluriennali ogni anno o quasi (fatta eccezione per Erg), ma allo stesso modo anche La Doria operante nell'ambito alimentare presenta la stessa frequenza (oltre che ad un numero ingente di indicatori previsionali), anche Cementir Holding (in base ai piani recuperati) sembra essere predisposta alla pianificazione annuale. L'impressione è che le società operanti nei mercati più "stabili", il mercato alimentare e il consumo di energia ad esempio risentono meno dell'andamento del mercato rispetto ad altri settori, trovino più agevole redigere un piano strategico nuovo (o aggiornato) ogni anno data la minor volatilità dei risultati.

Altro aspetto che ci si attendeva di osservare riguarda nel dettaglio i piani strategici, ci si aspetta infatti che i piani strategici delle società di maggiori dimensioni riflettano la maggior disponibilità di risorse e il maggior quantitativo di professionalità da dedicare alla pianificazione. In altre parole, i piani strategici delle imprese più grandi dovrebbero avere maggiore qualità, essere più completi ed esaustivi, essere supportati da ragionevoli assunzioni, fare riferimento al contesto competitivo e a quello di mercato oltre a fare previsioni anche sullo sviluppo del contesto economico. Le attese, per quanto ho potuto osservare, sono confermate; man mano che si arriva alle ultime imprese del campione si nota come i piani strategici divengono via via più scarni, talvolta limitati ad una presentazione del business, un breve riassunto dei risultati registrati negli ultimi due o tre esercizi e seguiti da alcune previsioni future. Una eccezione anche in questo caso è La Doria che, sebbene non possa comunque essere confrontabile con le maggiori quotate, si occupa di specificare le previsioni sul contesto economico su cui è stata basata la previsione degli indicatori finanziari. In generale, la sensazione è che ci sia uno stacco abbastanza netto, riguardo il tema della qualità dei piani, tra le prime 12-13 società e le restanti.

In linea con il concetto delle maggiori risorse delle grandi imprese da dedicare alla pianificazione, ci si aspettava di riscontrare scostamenti mediamente maggiori nelle piccole imprese, alla luce di stime meno precise e quindi più distanti dai valori effettivi. Anche in questo caso lo scenario è variegato, essendo anche vincolato al contesto in cui un'impresa opera e al percorso che sta attraversando. In tal senso, non potremmo mettere a

confronto la capacità di stimare con precisione i risultati futuri di Astaldi con Leonardo. Oppure difficile sarebbe il confronto tra un'impresa come La Doria e un'impresa come Erg che ha intrapreso un progetto di espansione investendo fortemente nelle energie rinnovabili. Al netto di tali considerazioni, c'è una qualche tendenza da parte delle grandi imprese ad avere scostamenti percentuali più contenuti rispetto alle piccole imprese. Gli scostamenti percentuali di Enel ad esempio sono più contenuti rispetto a quelli di Acea, operante nello stesso settore; oppure come Pirelli ha scostamenti più esigui di Falck Renewables.

Passiamo ora ai risultati del calcolo delle correlazioni tra gli scostamenti percentuali assoluti e il coefficiente alpha. Quella che ci si aspettava di osservare, in base alla teoria dell'execution risk di Bini M., era una correlazione tra scostamenti e coefficiente alpha e in aggiunta una accentuazione del fenomeno man mano che si passa alle imprese di minore dimensione. Lo scenario è in realtà piuttosto vario e influenzato da più fattori. Partiamo dal fatto che gli indicatori che mostrano correlazione più forte con alpha sono, in linea di massima, ricavi, Ebitda, Ebit se presente, occasionalmente gli indicatori di cash flows e la net financial position se presente. Tra le imprese di maggiori dimensioni possiamo notare ad esempio Intesa Sanpaolo e Pirelli, che presentano scostamenti esigui ma correlati con l'andamento di alpha. Man mano che si scende nelle società di minori dimensioni abbiamo Astaldi, Geox, Carraro e Il Sole 24 Ore che presentano scostamenti rilevanti e forte correlazione con alpha; al contrario Leonardo ed Elica hanno scostamenti esigui e poco correlati con alpha. L'idea sarebbe che la correlazione si rafforzasse man mano che gli scostamenti aumentano, dato che la parte di rendimento non spiegata dal rendimento di mercato si suppone sia catturata dall'execution risk in base a quanto più sono errate le previsioni.

Necessario è poi mettere in dubbio l'attesa secondo cui gli scostamenti vengano valutati come errore sia che siano scostamenti positivi o scostamenti negativi, espressione quindi di piani troppo conservativi o troppo aggressivi. In generale, appare che quando la società non raggiunge i target le correlazioni siano di segno negativo mentre quando supera i target le correlazioni siano di segno positivo. Tuttavia, la rilevazione delle correlazioni, siano esse di segno positivo che negativo, va comunque a contribuire alla conferma della aleatorietà dei rendimenti spiegata dagli scostamenti.

Si possono cogliere alcuni fattori che influenzano il test. In primo luogo, si può assumere che il settore di appartenenza influenzi la presenza o meno di correlazione; abbiamo visto infatti che le imprese del settore energia, così come La Doria nel settore alimentare, non presentano elevate correlazioni. A ciò si aggiunge che la presenza di piani pluriennali pubblicati a cadenza frequente, quindi con orizzonti temporali sovrapposti, può generare interferenza data l'immissione nel mercato di informazioni che si sovrappongono. Altro fattore idoneo a influenzare i risultati è la presenza degli analisti; le imprese di grandi dimensioni sono infatti seguite da un maggior numero di analisti, è quindi possibile che anche piccoli scostamenti rispetto ai piani generino ricadute sull'andamento del titolo.

Riassumendo quanto osservato, si può affermare che esiste una forma di correlazione tra scostamenti rispetto alla pianificazione e coefficiente alpha sul mercato, la quale tuttavia risulta più debole a seconda del settore in cui opera l'impresa. L'applicazione di un premio per il rischio di execution risk sembrerebbe quindi plausibile in relazione all'affidabilità dei piani strategici proposti dalle società. Alla luce delle osservazioni, tuttavia, risulta difficile affermare con sufficiente forza che la relazione tra alpha e stime non corrette sia più osservabile nelle imprese di minori dimensioni rispetto alle più grandi; anche se, data la presenza di fattori che esercitano una influenza sui dati, non è del tutto escludibile.



## Conclusioni

Il presente studio si è posto l'obiettivo di cercare di verificare se l'introduzione nel tasso di sconto dei cash flows, in ambito DCF, di una correzione potenziale rispetto ad una componente di execution risk dei piani presentati dalle società possa essere idoneo a riassumere i fattori di rischio non spiegati dal coefficiente beta. Oltre alla fondatezza della correzione in base alla realizzabilità dei piani, si è cercato di individuare se tale relazione è idonea a spiegare la maggior volatilità nei rendimenti delle imprese di minori dimensioni, in virtù delle minori risorse che normalmente una piccola impresa può dedicare alla pianificazione e quindi supponendo che i piani siano caratterizzati da minor affidabilità; proprietà che permetterebbe di assumere che il correttivo possa essere applicato nelle valutazioni delle piccole e medie imprese non quotate. Si riassumono di seguito i punti fondamentali affrontati.

La letteratura è concorde nell'individuare che i rendimenti delle società di minore dimensione abbiano una volatilità maggiore rispetto alle società più grandi e che i presupposti del CAPM non lo rendano idoneo a prezzare il rischio collegato ad un investimento nelle società più piccole, caratteristica che si palesa ancora di più quando si esce dal mondo delle quotate. Per tale motivo, negli anni si è instaurata una certa prassi di correggere il tasso restituito dal modello CAPM attraverso delle componenti, rappresentanti i vari fattori di rischio non catturati da beta, ritenute indispensabili per prezzare correttamente il rischio di un determinato asset. Quando ci si concentra, in particolare, sull'aspetto della differenziazione tra piccole, medie e grandi imprese, l'aggiunta di un correttivo in base alla dimensione, denominato size premium, ha sempre diviso gli studiosi sui fondamenti teorici alla base di tale rettifica. Nello specifico, imputare una maggiorazione di rischio in virtù della sola dimensione si scontra con la realtà, dove anche piccoli business potrebbero avere caratteristiche tali da giustificare potenzialità proporzionalmente maggiori rispetto a imprese di grandi dimensioni. Inoltre, i criteri per definire la dimensione di un'impresa possono essere molteplici e non tutti conducono agli stessi risultati. Secondo varie correnti di pensiero la lente d'ingrandimento dovrebbe spostarsi sui flussi di risultato previsionali, in particolare sulla affidabilità dei piani strategici delle società. In tal senso, a piani con previsioni affidabili dovrebbe corrispondere

un premio per il rischio minore rispetto a piani strategici la cui realizzabilità è messa in forte dubbio. A ciò si aggiunge che, dato che le imprese di più grande dimensione dispongono di maggiori risorse da dedicare all'attività di pianificazione, allora i piani delle società più grandi dovrebbero essere più affidabili rispetto alle società minori e quindi in tal modo si spiegherebbe la maggior rischiosità attribuita a queste ultime.

Valutare l'affidabilità e la realizzabilità di un piano strategico non è compito semplice, di fatti non esistono criteri standard e oggettivi per eseguire questo tipo di valutazione. Oggetto di attenzione sono le ipotesi alla base del piano, specialmente la loro fondatezza, valutata in base alla coerenza delle stesse con l'assetto organizzativo e la capacità produttiva della società, alla coerenza storica e alla coerenza con le operazioni correnti, unitamente alla compatibilità con le attese macroeconomiche. Le ipotesi strategiche devono poi concordare con le ipotesi economico-finanziarie funzionali alle previsioni dei flussi economici e finanziari. Un piano strategico, inoltre, per quanto coerente ed affidabile nelle stime, deve poi essere applicato; oggetto di valutazione sono quindi anche le azioni pianificate per mettere in pratica il piano e raggiungere gli obiettivi dello stesso.

Se valutare l'affidabilità di un piano non è compito semplice, valutare il rapporto tra qualità dei piani e i fattori di rischio non catturati dal modello CAPM è ancora più difficile. Il primo passo è stato individuare un indicatore per la qualità dei piani strategici e un indicatore per i fattori di rischio non catturati da coefficiente beta e rischio di mercato.

In merito ai piani strategici si è individuato negli scostamenti a consuntivo rispetto ai piani strategici un indicatore che rappresenti quanto è stata efficace l'attività di pianificazione della società. Per quanto riguarda i fattori di rischio si è partiti dal concetto che, se il CAPM non è idoneo a riassumere tutti i fattori di rischio, allora una regressione dei rendimenti di un titolo sul mercato contro il rendimento del mercato di riferimento evidenzierà il coefficiente beta, ma soprattutto il coefficiente alpha che evidenzia l'extra rendimento. Il coefficiente alpha, in tal senso, dovrebbe sintetizzare il frutto di quei fattori di rischio non considerati dal coefficiente beta e quindi è stato selezionato come secondo indicatore.

Cercare di investigare sulla relazione che si instaura con piccole e grandi imprese implica creare un campione di società differenziate sotto questo punto di vista, ma anche per



settore; compito che non si è rilevato semplice data la reticenza di molte società a pubblicare i piani strategici.

I risultati della ricerca condotta hanno portato a confermare alcuni aspetti che ci si aspettava ragionevolmente di evidenziare e a smentirne altri.

In primo luogo, risulta veritiero che, man mano che le dimensioni aumentano, la mole di informazioni, e la qualità delle stesse, messe a disposizione degli investitori o dei portatori di interesse in generale sia maggiore. Allo stesso modo la pubblicazione di piani strategici è un tratto più comune nelle società più grandi che in quelle minori.

In secondo luogo, la frequenza con cui i piani vengono pubblicati sembra non essere strettamente correlato con la dimensione quanto più con il settore di appartenenza, fermo restando che si sta considerando un campione ristretto di imprese.

In merito alla composizione dei piani, si conferma la supposizione per cui le imprese di grandi dimensioni costruiscano piani più dettagliati, maggiormente supportati da ipotesi accuratamente motivate e con uno sguardo attento anche al contesto competitivo e di mercato.

I risultati più importanti, tuttavia, sono quelli ottenuti dall'esame delle correlazioni tra scostamenti percentuali assoluti e coefficiente alpha.

In primis, si è rilevato che gli scostamenti non sono percepiti tutti allo stesso modo. Infatti, gli scostamenti negativi, frutto quindi del mancato raggiungimento delle performance previste, hanno generalmente una relazione inversamente proporzionale con alpha. Al contrario, gli scostamenti di tipo positivo, derivanti quindi dal superamento degli obiettivi prefissati, hanno una relazione positiva con l'andamento di alpha. La deduzione è che il mercato tenda a penalizzare quei piani strategici eccessivamente ottimisti ma a non penalizzare quelli più conservativi. Tuttavia, sia che le correlazioni siano positive oppure negative, la rilevazione di valori vicini agli estremi 1 e -1 ci indica che in ogni caso la variabilità degli scostamenti è in grado di spiegare la variabilità di alpha.

Inoltre, non tutte le variabili previsionali sono idonee a spiegare l'andamento di alpha; gli indicatori più rilevanti in tal senso riguardano principalmente i ricavi e i margini sui ricavi, oltre alla posizione finanziaria netta.

Si è potuto rilevare che nelle imprese più piccole del campione a scostamenti contenuti o quasi nulli corrispondeva scarsa correlazione con alpha, mentre a scostamenti elevati corrispondevano correlazioni molto più forti; fatto che sottolinea che, se il piano strategico non è affidabile, allora il mercato reagisce agli scostamenti, mentre se le previsioni del piano sono precise allora la variabilità di alpha non è catturata dall'andamento degli scostamenti. Nelle imprese più grandi del campione invece la situazione risulta variegata, data la presenza di alcune imprese che pur avendo scostamenti molto esigui presentano correlazioni molto forti. Necessario, è, tuttavia, segnalare che sussistono possibili elementi in grado di influenzare lo studio condotto, come la presenza di un certo numero di analisti che segue costantemente la società, o la presenza di più piani a periodi parzialmente sovrapposti.

In sostanza, al termine di questo studio si può affermare che, di fronte alla non capacità del coefficiente beta di riassumere tutti i fattori di rischio cui è esposto un business, l'introduzione di una correzione rispetto ad una componente di execution risk, ovvero in relazione al rischio di effettiva realizzabilità dei piani, è una teoria che sembra trovare fondamento nei risultati ottenuti. Si è verificato quindi che esiste una relazione tra qualità della pianificazione e fattori di rischio collegati al business. Affermare che tale relazione sia più forte man mano che si scende nelle imprese di minori dimensioni, andando quindi a giustificare la maggior volatilità dei rendimenti delle società quotate più piccole e permettendo quindi di esportare tale concetto al di fuori delle società quotate, sembra ancora prematuro, dato il campione ristretto osservabile. Tuttavia, non si può ignorare che i dati ottenuti lascino ad intendere un legame che emerge in conseguenza di scostamenti di una certa rilevanza, cosa che non succede quando i piani strategici sembrano allinearsi quasi perfettamente con i dati a consuntivo.

## Bibliografia

Ang C.S. (2018), "The Absence of a Size Effect Relevant to the Cost of Equity", *Business Valuation Review*, Volume 37, Number 3, pag. 87-92.

Ang J.S. (1992), "On the theory of finance for privately held firms", *Journal of Small Business Finance*, Volume 1, Issue 3, pag. 185-203.

Bilan A., Fernandez P. (2019), *119 common errors in company valuation*, 25 maggio 2019, IESE Business School Working Paper No. 714, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=1025424>.

Bini M., Guatri L. (2005), *Nuovo Trattato sulla Valutazione delle Aziende*, Università Bocconi Editore, Milano: EGEA, pag. 28-47, 52-79, 84-113, 215-344, 961-965.

Bini M. (2019), "Quali sono le sfide che la valutazione d'azienda è chiamata ad affrontare?", *La Valutazione delle Aziende*, Volume 1, Luglio 2019, pag. 5-12.

Bini M., Visciano N. (2019), "L'uso dell'informazione finanziaria prospettica nella valutazione delle aziende", *La Valutazione delle Aziende*, Volume 1, Luglio 2019, pag. 13-25.

Bini M. (2019), "Tavola rotonda: 10 aspetti controversi nella valutazione delle aziende", *La Valutazione delle Aziende*, Volume 2, Dicembre 2019, pag. 2-36.

Borsa Italiana (2014), *Guida al Piano Industriale*, Luglio 2014, reperibile all'indirizzo [https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/pubblicazioni/pubblicazioni/guidaalpianoindustriale\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/pubblicazioni/pubblicazioni/guidaalpianoindustriale_pdf.htm).

Boudreaux D., Hopper J., Watson T. (2006), "A behavioral approach to derive the cost of equity capital for small closely held firms", *Journal of Business & Economic Research*, October 2006, Volume 4, Number 10, pag. 69-74.

Boudreaux D.O., Rao S., Rumore N., Underwood J. (2011), "A new and better way to measure the cost of equity capital for small closely held firms", *Journal of Business & Economics Research*, January 2011, Volume 9, Number 1, pag. 91-98.

CNDCEC (2014), *Principi di attestazione dei piani di risanamento*, delibera del 3 settembre 2014, reperibile all'indirizzo [https://commercialisti.it/visualizzatore-articolo?\\_articleId=1307378](https://commercialisti.it/visualizzatore-articolo?_articleId=1307378)

Damodaran A. (2012), *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.), Hoboken: Wiley, pag. 667-701.

Easley D., O'Hara M. (2001), *Information and the cost of capital*, Cornell University, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=300715>.

Fernandez P. (2019), *CAPM: An Absurd Model*, 17 maggio 2019, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2505597>.

Fernandez P. (2019), *Company valuation methods*, 21 maggio 2019, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=274973>, pag. 8-14.

Filippetti S., Galvagni L. (2018), *Astaldi, sì al concordato. Cda al lavoro su piano coi creditori*, Il Sole 24 Ore, 17 ottobre 2018.

Fontana A. (2017), *Pirelli: fissata forchetta prezzo Ipo tra 6,30-8,30 euro per azione*, Il Sole 24 Ore, 14 settembre 2018.

Grabowski R.J. (2018), "The Size Effect Continues To Be Relevant When Estimating The Cost of Capital", *Business Valuation Review*, Volume 37, Number 3, pag. 93-109.

Guatri L. (1998), *Trattato sulla Valutazione delle aziende*, Milano: EGEA, pag. 63-117, 119-171, 186-198.

Guatri L. (2006), *50 anni di valutazioni aziendali. Dal pionierismo all'internazionalizzazione*, Università Bocconi Editore, Milano: EGEA, pag. 251-277.

Guatri L. (2007), *La Qualità delle Valutazioni, una metodologia per riconoscere e misurare l'errore*, Università Bocconi Editore, Milano: EGEA, pag. 215-243.

IAASB, *Handbook of international quality control, auditing, review, other assurance, and related services pronouncements*, Edizione 2018, Vol. 2, pag. 207-216.

Ibbotson R.G., Harrington J.P. (2020), *Stocks, bonds, bills, and inflation (SBBI): 2020 summary edition*, CFA Institute Research Foundation Publications, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3692814>, pag. 97-105.

Koller, Goedhart, Wessels, McKinsey & Company (2005), *Valuation: measuring and managing the value of companies* (IV ed.), Hoboken: John Wiley & Sons, pag. 291-330, 349-355.

Liberatore G. (2010), *La valutazione delle PMI*, Volume 25, Franco Angeli, pag. 37-49.

Marcello R., Pozzoli M. (2019), "Critical issues when valuing small businesses", *Business Valuation OIV Journal Spring 2019*, Volume 1, Issue 1, pag. 47-56.

Massari M., Zanetti L. (2008), *Valutazione: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario* (2nd ed.), Milano: McGraw-Hill, pag. 3-42, 59-62, 121-161, 412-433.

Mellen C. (2020), *Top 10 drivers to enhance company value*, Valuationresearch.com, 14 agosto 2020, consultabile all'indirizzo <https://www.valuationresearch.com/pure-perspectives/top-10-drivers-enhance-company-value/>

OIV (2015), *Principi italiani di valutazione*, Edizione 2015, consultabile all'indirizzo <https://www.fondazioneoiv.it/piv/>, pag. 3-6, 10-13, 21-25, 50-70, 110-115, 170-171.

Parlamento Europeo e Consiglio (2013), *Direttiva 2012/34/UE*, 26 giugno 2013, art. 3.

Scozzari C. (2018), *Astaldi, le cause di una crisi senza fine dal ponte del Bosforo al Venezuela. Salini Impregilo scende in campo*, Business Insider Italia, 4 ottobre 2018.



## Sitografia

Acea, investor relations, <https://www.gruppo.acea.it/investitori>

Astaldi, investor relations, <https://www.astaldi.com/it/investor-relations>

Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>

Carraro, investor relations, <https://www.carraro.com/it/investor-relations>

Cementir Holding, investor relations, <https://www.cementirholding.com/it/investitori>

Corporate Finance Institute, <https://corporatefinanceinstitute.com/>

Geox, investor relations, <https://www.geox.biz/it/investor-relations/investor-relations.html>

Il Sole 24 Ore, investor relations, <https://www.gruppo24ore.ilsole24ore.com/it-it/investors/>

Elica, investor relations, <https://elica.com/corporation/it/investor-relations>

Enel, investor relations, <https://www.enel.com/it/investitori/in-evidenza>

Erg, investor relations, <https://www.erg.eu/it/investor-relations>

Falck Renewables, investor relations, <https://www.falckrenewables.com/investor-relations>

Ferrari, investor relations, <https://corporate.ferrari.com/it/investors>

Fincantieri, investor relations, <https://www.fincantieri.com/it/investor-relations/>

Intesa Sanpaolo, investor relations, <https://group.intesasanpaolo.com/it/investor-relations>

La Doria, investor relations, <https://www.gruppoloria.it/IT/investor-relations.xhtml>

Leonardo, investor relations, <https://www.leonardocompany.com/it/investors>

Organismo Italiano di Valutazione, <https://www.fondazioneoiv.it/>

Pirelli, investor relations, <https://corporate.pirelli.com/corporate/en-ww/investors/investors>

Poste Italiane, investor relations, <https://www.posteitaliane.it/en/investors.html>





## Allegato A – Classificazione delle società

a) Market Capitalization delle società del campione a fine 2020 (dati in milioni di euro).

	MARKET CAP.	
	Fine 2020	
Enel		84287
ISole24Ore		26
Astaldi		430
La Doria		425
Leonardo		3437
Pirelli		4441
Poste Italiane		10899
Fincantieri		933
Geox		205
Cementir Holding		1061
Carraro		123
Elica		196
Intesa SP		37269
Erg		3513
Falck Renewables		1894
Ferrari		36774
Acea		3653

Fonte: Borsa Italiana.

b) Average Ebitda ultimi cinque esercizi delle società del campione (dati in milioni di euro).

	EBITDA					
	2015	2016	2017	2018	2019	Media
Enel	15040	15174	15555	16150	17900	15964
ISole24Ore	1	-35	-29	7	21	-7
Astaldi	355	380	367	-1104	42	8
La Doria	78	56	60	53	56	61
Leonardo	1866	1907	1066	1120	1251	1442
Pirelli	1021	1082	1175	1279	1351	1182
Poste Italiane	1461	1622	1668	1499	1774	1605
Fincantieri	-26	267	341	421	320	265
Geox	62	48	64	48	31	51
Cementir Holding	194	198	223	239	264	223
Carraro	47	39	55	52	43	47
Elica	35	32	35	40	45	37
Intesa SP	8452	8273	8233	8326	8793	8415
Erg	350	455	472	491	504	454
Falck Renewables	152	136	149	191	204	167
Ferrari	719	880	1036	1114	1269	1004
Acea	732	896	840	933	1042	889

Fonte: relazioni finanziarie annuali delle singole società.

c) Ricavi medi ultimi cinque esercizi delle società del campione (dati in milioni di euro).

	RICAVI					
	2015	2016	2017	2018	2019	Media
Enel	75658	70592	74639	75575	80327	75358
IlSole24Ore	316	284	230	211	199	248
Astaldi	2855	3004	3061	1042	1475	2287
La Doria	748	653	669	688	718	695
Leonardo	12995	12002	11527	12240	13784	12510
Pirelli	4785	4976	5352	5195	5323	5126
Poste Italiane	30739	10643	10629	10864	11038	14783
Fincantieri	4183	4429	5020	5416	5849	4979
Geox	874	901	885	827	806	858
Cementir Holding	969	1027	1140	1196	1212	1109
Carraro	674	594	606	624	549	609
Elica	422	439	479	472	480	459
Intesa SP	17186	16975	17443	17813	18083	17500
Erg	944	1025	1056	1027	1022	1015
Falck Renewables	271	250	289	336	375	304
Ferrari	2854	3105	3417	3420	3766	3312
Acea	2917	2832	2797	3028	3186	2952

Fonte: relazioni finanziarie annuali delle singole società.

d) Numero di impiegati (ultimo dato disponibile).

	N° IMPIEGATI
	Ultimo dato
Enel	68253
IlSole24Ore	ND
Astaldi	6600
La Doria	1160
Leonardo	49973
Pirelli	31600
Poste Italiane	129000
Fincantieri	8900
Geox	4772
Cementir Holding	3100
Carraro	3092
Elica	3800
Intesa SP	96820
Erg	754
Falck Renewables	498
Ferrari	4285
Acea	5716

Fonte: siti web ufficiali delle società del campione.