

Piv 2026: il tasso di sconto non salva previsioni che non superano il vaglio di ragionevolezza

Il piano aziendale va verificato

Più attenzione a flussi prospettici, execution risk e scenari

Pagina a cura

DI RAFFAELE MARCELLO

Il piano aziendale non può essere preso per buono solo perché predisposto e approvato dal management. I Piv 2026 alzano l'asticella delle verifiche richieste all'esperto: i dati prospettici vanno letti alla luce dei risultati storici, delle ipotesi che li sorreggono e degli scenari cui sono legati. La distinzione tra previsioni e proiezioni diventa così decisiva. E c'è un limite netto: se i flussi non sono ragionevoli, non basta aumentare il tasso di sconto. Quei flussi non possono entrare nella stima.

Il primo passaggio è capire che cosa è stato chiesto all'esperto. Una valutazione e un parere di congruità finanziaria non comportano lo stesso livello di scrutinio del piano. Nella valutazione occorre esprimersi sulla ragionevolezza complessiva dell'informazione prospettica; nella fairness opinion, invece, il giudizio si concentra sulla ragionevolezza dei risultati attesi, senza trasformarsi in una verifica dell'accuratezza e della completezza di ogni singola assunzione.

Il piano resta responsabilità del management. Il controllo dell'esperto non sposta la responsabilità del piano. Veridicità dell'informazione prospettica e individuazione delle ipotesi restano in capo al management. Al valutatore spetta un compito diverso: capire come il piano è stato costruito e se regge al vaglio tecnico richiesto dalla stima. Per questo non è sufficiente leggere i numeri finali. Occorre ricostruire il processo di pianificazione: finalità del piano, approvazione degli organi di governo, scostamenti tra precedenti previsioni e consuntivi, coerenza strategica, qualità delle assunzioni, plausibilità e sostenibilità dei risultati. Il confronto con le funzioni aziendali responsabili e, quando disponibili, con evidenze esterne completa l'analisi. L'approvazione dell'organo di amministrazione, in altre parole, è un elemento da considerare, non un lasciapassare. Resta necessario lo scetticismo professionale.

Lo storico torna al centro. Lo storico non è un allegato accessorio. I Piv chiedono di leggere le performance passate prima di affidarsi alle attese future perché, in assenza di discontinuità interne o esterne, i risultati già conseguiti restano un riferimento essenziale. Se il piano prevede crescita, marginali-

Il piano aziendale nella valutazione		
Profilo	Indicazione dei Piv	Ricaduta sulla valutazione
Tipo di incarico	Va distinto tra valutazione, fairness opinion e revisione di valutazione	Cambiano ampiezza delle verifiche e contenuto del giudizio
Ragionevolezza del piano	Vanno verificati coerenza, ipotesi, sostenibilità e processo di pianificazione	Il piano non può essere recepito automaticamente
Storico e prospettive	Le previsioni devono confrontarsi con i risultati storici e con evidenze esterne	Gli scostamenti rilevanti devono essere motivati
Previsioni e proiezioni	Le prime poggiano su basi obiettive; le seconde su assunzioni ipotetiche	Nelle proiezioni cresce il rilievo del rischio di execution
Scenari e tasso di sconto	Il rischio va riflesso nei flussi o nel tasso, evitando duplicazioni	Il tasso non può correggere flussi non ragionevoli
Piano incompleto	Se mancano dati patrimoniali o finanziari, il piano va integrato	Il solo conto economico prospettico non è sufficiente
Configurazione di valore	Le ipotesi devono essere coerenti con il valore ricercato	Le sinergie speciali non entrano automaticamente nel valore di mercato
Metodo di valutazione	Va scelto in funzione di finalità, impresa e base informativa	Nessun automatismo tra Dcf, multipli o altri criteri
Imprese multibusiness	La stima può essere articolata per business unit	Possibile ricorso alla sum of the parts
Asset side / Equity side	Flussi, tassi e struttura finanziaria devono essere coerenti	Le differenze tra i risultati vanno spiegate

o generazione di cassa molto lontane dall'esperienza precedente, l'esperto deve individuare e verificare le ragioni del cambio di passo.

Il confronto, però, non si ferma ai dati aziendali. Devono entrare nell'analisi le condizioni economiche generali, i trend di settore, il posizionamento competitivo, la supply chain, la tecnologia, i prezzi delle materie prime e le altre variabili capaci di incidere sui risultati. Il giudizio di ragionevolezza serve proprio a stabilire se i flussi prospettici possano sostenere, senza forzature, la stima del valore ricercato.

Previsioni e proiezioni non sono sinonimi. Qui si innesta una distinzione destinata a pesare sul lavoro del valutatore: quella tra previsioni e proiezioni. Le prime devono poggiare su una base ragionevolmente obiettiva,

ricavabile dalla storia dell'impresa, dal confronto con realtà comparabili e da fonti esterne. Le proiezioni, invece, incorporano assunzioni ipotetiche per le quali quella base non esiste o non è sufficiente. È il caso, per esempio, dell'ingresso in un nuovo

mercato, del lancio di un prodotto o del riposizionamento dell'offerta.

La distinzione si riflette direttamente sul rischio. Un flusso che nasce dalla continuità di un business maturo non può essere trattato come quello che dipende dal successo di iniziative ancora da realizzare. Ma anche qui va evitata la scorciatoia di una maggiorazione automatica del tasso: prima occorre verificare quali rischi siano già incorporati nei flussi e quali, invece, restino fuori.

Scenario ed execution risk. I Piv distinguono i flussi condizionati al verificarsi di uno specifico scenario da quelli non condizionati e richiedono coerenza tra flussi e tasso di sconto. Il Radr (Risk-adjusted discount rate, cioè il tasso di sconto aggiustato per il rischio) può quindi riflettere, oltre al costo del capitale, il rischio di execution delle proiezioni e, quando rilevante, il rischio di scenario.

Il tasso, però, non è un correttivo universale. Può riflettere soltanto rischi che non siano già stati incorporati nei flussi, evitando duplica-

zioni. E soprattutto non può rendere attendibili flussi che non lo sono: se l'informazione prospettica non supera il vaglio di ragionevolezza, nessun incremento del tasso la rende utilizzabile. La scelta tra rettifica dei flussi e maggiorazione del tasso va quindi motivata in relazione ai rischi effettivamente considerati.

Fairness opinion, verifiche più circoscritte. Nel parere di congruità finanziaria il perimetro del lavoro è più circoscritto rispetto a una valutazione. L'esperto deve comprendere la natura delle proiezioni, le principali ipotesi adottate, gli eventuali interventi straordinari e i fattori di rischio non riflessi nei numeri. Il giudizio, tuttavia, resta concentrato sulla ragionevolezza dei risultati prospettici.

La differenza va chiarita già nella lettera di incarico. Occorre stabilire con precisione se il professionista sia chiamato a svolgere una valutazione, una fairness opinion oppure una revisione di valutazione. Non è una distinzione nominalistica: dalla qualificazione dell'incarico dipen-

dono l'ampiezza delle analisi e il contenuto del lavoro dell'esperto.

Se il piano è incompleto, va integrato. Non sempre il valutatore riceve un piano completo di stato patrimoniale, conto economico e rendiconto finanziario. Può accadere che siano disponibili soltanto il conto economico prospettico o poche grandezze fino all'Ebit (reddito operativo). In questi casi i Piv richiedono di acquisire le informazioni necessarie anche per ricostruire lo sviluppo patrimoniale e finanziario del piano, una volta verificata la ragionevolezza delle ipotesi di partenza.

La crescita dei ricavi, da sola, non crea valore. Occorre stimare il capitale circolante necessario, gli investimenti, la dinamica finanziaria, le imposte e la capacità effettiva di trasformare il risultato economico in cassa. Un piano molto ambizioso sul piano economico può generare un fabbisogno finanziario non compatibile con la struttura dell'impresa.

Fermarsi all'Ebit, in questi casi, significa fermarsi prima che emerga il problema.

Configurazione di valore e metodo. I flussi devono essere coerenti anche con la configurazione di valore ricercata. Se il piano incorpora sinergie accessibili soltanto a uno specifico acquirente, quelle sinergie non possono confluire automaticamente in una stima del valore di mercato. L'esperto deve quindi verificare che la prospettiva incorporata nel piano coincida con quella richiesta dall'incarico.

La stessa logica vale per il metodo. I Piv non fissano una gerarchia rigida tra i diversi criteri: la scelta dipende dalle finalità della stima, dalle caratteristiche dell'impresa, dalle proprietà tecniche dei metodi, dalla qualità della base informativa e dall'analisi fondamentale. Nelle realtà più complesse può rendersi necessario articolare la valutazione per business unit (unità aziendale), ricorrendo a un procedimento stratificato o alla sum of the parts (somma dei singoli elementi). Attività e passività estranee al perimetro operativo vanno individuate e trattate separatamente quando non siano già assorbite nel metodo prescelto. Nelle valutazioni asset side (capitale complessivo investito) ed equity side (solo capitale dei soci), invece, deve essere preservata la coerenza tra flussi, tassi e struttura finanziaria.

— © Riproduzione riservata —