



**ASFIM**  
CREA VALORE ALL'IMPRESA  
Associazione degli Specialisti in  
Finanza d'Azienda e Controllo di Gestione



**AUGMENTUM**  
discovering value  
www.augmentum.it



**LA CRESCITA È NELLE TUE MANI.**  
DA OLTRE 130 ANNI INSIEME PER IL TERRITORIO.  
**BANCA POPOLARE DI PUGLIA E BASILICATA**  
DAL 1883

# SFC

## Strategia Finanza e Controllo

PERIODICO DIRETTO DA ANTONIO SOFIA E ENZO TUCCI

### Sommario

**Editoriale**  
*di Enzo Tucci*

**Valutazione d'azienda: come i Principi di Valutazione Italiani cambieranno le stime aziendali dal 2016**  
*di Andrea Cecchetto*

**L'analisi strategica**  
*di Giuseppe Ossoli*

**Qualità nei Sistemi e Processi di Reporting**  
*di Alessandro Musso*

**Le implicazioni dell'etnografia digitale sui modelli di marketing internazionale: nasce l'internazionalizzazione digitale e smart**  
*di Claudia Laricchia*

**L'impatto sugli indicatori aziendali dei criteri di valutazione delle partecipazioni**  
*di Alessandro Tentoni*

### Rubrica: pratica professionale

**Lo Stato Patrimoniale nel Controllo di gestione**  
*di Monica Vitali*

**Il CFO e l'M&A: come gestire la tensione delle operazioni straordinarie**  
*di Guidalberto Gagliardi*

# SFC **Strategia Finanza e Controllo**

PERIODICO DIRETTO DA ANTONIO SOFIA E ENZO TUCCI

## Sommario

- 3** Editoriale  
*di Enzo Tucci*
- 4** Valutazione d'azienda: come i  
7 Principi di Valutazione Italiani  
cambieranno le stime aziendali  
dal 2016  
*di Andrea Cecchetto*
- 8** L'analisi strategica  
11 *di Giuseppe Ossoli*
- 12** Le implicazioni dell'etnografia  
17 digitale sui modelli di marketing  
internazionale:  
nasce l'internazionalizzazione  
digitale e smart  
*di Claudia Laricchia*
- 18** L'impatto sugli indicatori  
23 aziendali dei criteri di valutazione  
delle partecipazioni  
*di Alessandro Tentoni*

## Rubrica: pratica professionale

- 27** Lo Stato Patrimoniale nel  
30 Controllo di gestione  
*di Monica Vitali*
- 31** Il CFO e l'M&A: come gestire  
33 la tensione delle operazioni  
straordinarie  
*di Guidalberto Gagliardi*

### Direzione Editoriale

Prof. Antonio Sofia  
Dott. Enzo Tucci

### Cordinamento Redazionale

Segreteria ASFIM

### Progetto Grafico

Dott.ssa Antonietta Trotta  
[www.posizioneinversa.it](http://www.posizioneinversa.it)

### Autori

Dott. Andrea Cecchetto, Dott.  
Guidalberto Gagliardi, Dott.ssa Claudia  
Laricchia, Dott. Giuseppe Ossoli, Dott.  
Alessandro Tentoni, Dott.ssa Monica  
Vitali.

**N. 8 - ANNO 2016**

# Editoriale



**Dott. Enzo Tucci**  
Segretario nazionale ASFIM

*Caro collega,  
per decenni ci siamo chiesti perché, in tema di bilancio, nonostante l'esplicita indicazione del codice civile di fornire rappresentazione veritiera e corretta della situazione economica, patrimoniale e finanziaria, il legislatore, per la rappresentazione della situazione finanziaria avesse rinunciato a richiedere la redazione del Rendiconto Finanziario.*

*Per decenni, ci siamo chiesti, quante crisi d'impresa si sarebbero evitate con una maggiore e più adeguata diffusione della cultura finanziaria d'impresa; diffusione a cui avrebbe potuto contribuire l'uso obbligatorio del Rendiconto Finanziario.*

*Per decenni, ASFIM con i professionisti ad essa associati, e pochi altri, si è prodigata per diffondere l'uso e le competenze inerenti il Rendiconto Finanziario.*

*Abbiamo finito di attendere, ci si è resi conto, che occorreva dare al rendiconto finanziario la giusta dignità conferendogli rango pari a quello già riservato dal codice civile al conto economico e allo stato patrimoniale.*

*Esprimiamo soddisfazione ed entusiasmo per questa evoluzione.*

*Ancor più di prima, siamo convinti che sia necessario ed utile continuare lo studio e l'approfondimento delle dinamiche finanziarie aziendali nonché degli strumenti, come il Rendiconto Finanziario, utili a supportarne l'analisi e la rappresentazione.*

*Ci proponiamo, nei prossimi numeri di questa rivista, di dare adeguato spazio a queste tematiche e invitiamo chi voglia fornire il proprio contributo scientifico a partecipare attivamente al dibattito scrivendoci al seguente indirizzo mail: [presidenza@asfim.org](mailto:presidenza@asfim.org).*



Andrea Cecchetto<sup>1</sup>

# VALUTAZIONE D'AZIENDA: COME I PRINCIPI DI VALUTAZIONE ITALIANI CAMBIERANNO LE STIME AZIENDALI DAL 2016

In un precedente contributo in questa stessa rivista<sup>2</sup>, avevamo dato conto della pubblicazione, nella forma di *Exposure Draft*, del primo blocco dei Principi Italiani di Valutazione (PIV) - La rete concettuale di base - presentata a marzo 2013 dall'OIV (Organismo Italiano di Valutazione).

A dicembre 2014, l'OIV ha proceduto alla pubblicazione dell'intero corpo dei PIV, nella forma di *Exposure Draft*, sul proprio sito ([www.fondazioneoiv.it](http://www.fondazioneoiv.it)) e dopo aver recepito alcuni suggerimenti pervenuti grazie alle lettere di commento inviate dagli addetti ai lavori, ha pubblicato e reso disponibile sul proprio sito la versione definitiva dei PIV, entrati in vigore a gennaio 2016.

Questi principi di valutazione sono destinati, che ci piaccia o meno, a modificare il modo di redigere le perizie di stima delle aziende che quindi, direttamente o indirettamente<sup>3</sup>, faranno riferimento a questi standard valutativi.

Per i professionisti si tratterà di un banco di prova, in quanto da un lato saranno sollecitati a "seguire un processo che vede nell'analisi della sostanza economica dell'operazione il fulcro della valutazione legale". Dall'altro, saranno esposti al "rischio di non avere le competenze adeguate a svolgere tali analisi in forma autonoma, neutrale e prudente".<sup>4</sup>

Per le aziende, invece, si tratterà di un corpus di principi che, progressivamente, allineerà il comportamento degli stimatori, avvicinando le "regole del gioco" italiane a quelle internazionali - contenute negli IVS (Principi Internazionali di Valutazione) - rendendo le perizie di stima delle aziende più credibili e verificabili.

Permangono tuttavia delle problematiche da risolvere nell'assetto e nel contenuto di questi principi. Fra tutte, si segnala l'opportunità di tarare i PIV anche per le PMI non quotate, tenendo conto delle rispettive peculiarità, come l'assenza degli strumenti tipici della pianificazione o l'eccessiva dipendenza da particolari figure-chiave.

L'individuazione degli impatti operativi che questi principi avranno sulle stime aziendali sarà l'oggetto del presente lavoro, dopo avere tracciato un sintetico quadro di riferimento dei nuovi PIV, utile specialmente per i non addetti ai lavori e per chi ancora non si è documentato su questa importante evoluzione in ambito valutativo.

## Un quadro di sintesi dei PIV

Presentiamo, in primis, un sintetico quadro dei contenuti dei PIV, così come anticipato nell'introduzione che precede il corpo dei principi. In particolare, i PIV contengono:

- i principi di valutazione (in grassetto e numerati in successione);
- le premesse;
- i commenti;
- gli esempi;
- le appendici (i principi etici del valutatore<sup>5</sup>);
- il glossario (che realizza il linguaggio comune in ambito valutativo);

anche se va detto che solamente i principi di valutazione sono automaticamente da rispettare a seguito dell'adesione ai Piv.

L'aggiornamento dei PIV è previsto con cadenza biennale, al fine di allinearli agli IVS (poiché anche i principi internazionali subiscono un aggiornamento ogni due anni).

Per espressa volontà dell'OIV saranno oggetto di successivi documenti (e quindi i PIV non trattano attualmente tali argomenti): valutazioni ai fini fiscali, stime nelle procedure concorsuali, ai fini di ipo e privatizzazioni, perizie per la stima di danni. Inoltre saranno pubblicati nei prossimi mesi gli esempi illustrativi e i *case studies*.

I PIV sono suddivisi nelle seguenti parti: rete concettuale di base, attività dell'esperto, principi per specifiche attività, applicazioni particolari (valutazioni nelle operazioni straordinarie e per il bilancio). Senza soffermarci nel dettagliare i contenuti di ciascuna parte, si presentano di seguito solo alcuni spunti, rimandando a una lettura dei PIV per maggiore approfondimento.

La **rete concettuale di base** offre un'introduzione alla questione valutativa (PIV I.1.1 e segg.), con tutte le relative implicazioni - qui si elencano le principali:

- requisiti dell'esperto (PIV I.2.1);
- differenza fra valutazioni, pareri valutativi e di congruità, calcoli valutativi e valuation review (PIV I.4.2 e segg.);
- caratteristiche della base informativa a supporto delle stime (PIV I.5.1 e segg.);

01. Dottore Commercialista e Revisore Legale in Montecchio Maggiore (VI).

02. Cecchetto A., Valutazione d'azienda - metodologie a confronto, *Strategia, Finanza e Controllo*, n. 3/2014, pagg. 4-9.

03. In effetti, l'adozione dei Piv, attualmente lasciata alla libera adesione dei valutatori, potrebbe in un immediato futuro essere imposta dalle associazioni professionali (come il Consiglio nazionale dei dottori commercialisti ed esperti contabili). In ogni caso i valutatori ne terranno conto, pur non richiamandoli espressamente in perizia, in quanto "interpretazioni della legge ... destinate ad essere recepite in sede giurisdizionale in caso di valutazione della diligenza professionale dell'esperto valutatore"

- configurazioni di valore (valore di mercato, d'investimento, negoziale equitativo, convenzionale, di smobilizzo, cui si aggiunge una sesta configurazione, il valore intrinseco, definito nel PIV I.6.8);
- metodiche di valutazione (di mercato, dei flussi di risultati attesi e del costo) con i relativi metodi valutativi (PIV I.14.1 e segg.);
- premi e sconti (PIV par. I.18) e tassi di sconto (PIV par. I.19).

La seconda parte, **L'attività dell'esperto**, raccoglie tutta una serie di indicazioni destinate ai valutatori. In questa sede si richiamano i PIV II.4.2 e II.4.3 che espongono i contenuti minimi di una relazione di stima offrendo, di fatto, una "traccia" di indice utilizzabile dai *valuers*.

La terza parte, **Principi per specifiche attività**, si occupa delle tematiche della valutazione delle aziende e dei rami aziendali (par. III.1) - si segnala la trattazione specifica delle metodologie valutative - per poi passare ad approfondire le valutazioni aziendali in particolari contesti (par. III.2), le interessenze partecipative (par. III.3), i premi e gli sconti (par. III.4) e le valutazioni delle varie poste di bilancio (par. III.5 e segg.).

Conclude la quarta parte, **Applicazioni particolari**, che offre la disciplina delle valutazioni nell'ambito delle operazioni straordinarie e del bilancio di esercizio.

### Alcuni impatti pratici dei PIV nelle stime aziendali<sup>6</sup>

Il primo immediato impatto pratico che i PIV avranno nelle stime aziendali è quello relativo al **linguaggio comune introdotto grazie al glossario** allegato ai principi. Pur nella consapevolezza, infatti, che si tratta di termini tecnici desunti perlopiù dalla prassi valutativa aziendale in vigore già da anni, il fatto che un determinato termine sia presente nel glossario emanato dallo *standar setter* nazionale nell'ambito delle valutazioni - l'OIV - consente di utilizzarlo nelle perizie di stima, negli statuti, nei patti parasociali, nei contratti e in ogni altro documento societario, rendendo il quadro valutativo più chiaro, senza lasciare spazio a dubbi interpretativi.

Pensiamo anche solo alla nozione di valore presente nel nostro Codice Civile che, troppo spesso, viene utilizzata in

maniera atecnica creando non pochi problemi interpretativi agli operatori. I PIV, al riguardo, recependo la migliore dottrina in ambito valutativo, introducono importanti aspetti, come l'unità di valutazione (azienda nel suo complesso o singola azione), le configurazioni di valore (come anticipato nel precedente paragrafo), gli attributi di valore (valore in atto e valore potenziale, come definiti nel PIV I.6.11) e le prospettive di valutazione (partecipanti al mercato o specifico soggetto - PIV I.7.1).

Vediamo di spiegarli meglio con l'aiuto della casistica riportata in **Fig.1** e relativa al caso del recesso.

La **Fig.1** evidenzia come per la stima del valore economico in ipotesi di recesso per una S.p.A. non quotata, si debba fare riferimento all'azienda nel suo complesso e dunque non si possono applicare premi e sconti (PIV IV.6.1). La valutazione deve poi escludere benefici attesi futuri (e dunque non si debbono effettuare in fase di stima particolari ipotesi sull'evoluzione futura aziendale), valutando l'azienda così come è gestita al momento del recesso dall'attuale *management*, con i suoi punti di forza e debolezza. La prospettiva deve essere quella di una stima tesa, per l'appunto, a identificare dei valori oggettivi, legati all'azienda e non tanto al soggetto recedente.

È di tutta evidenza che si tratta di una serie di aspetti valutativi a prima vista teorici, ma che hanno un impatto notevole in perizia, specie se si pensa che i PIV impongono di esplicitare tali aspetti in perizia.

Si ricorda inoltre che i PIV, pur non avendo modificato la filosofia di fondo delle valutazioni, offrono delle **"interpretazioni autentiche" in ambito valutativo** di cui, per forza di cose, non si potrà non tenere conto. Un esempio chiarirà il tutto.

Nell'applicare il metodo misto patrimoniale con stima autonoma dell'avviamento, il cosiddetto metodo U.E.C. o metodo *equity side* con stima analitica dell'avviamento:

$$V = K + (R - iK)a_{n-i}$$

è necessario stimare due tassi: il tasso di rendimento normale per l'azienda (da moltiplicare al capitale **K**) e il tasso di attualizzazione dei differenziali di reddito (o sovrareddito), che attualizza l'avviamento dato da **(R - iK)**.

**Figura 1 - Unità di valutazione, configurazioni di valore, attributi di valore e prospettive di valutazione: un esempio applicativo in materia di recesso per una Spa non quotata**

<b>RECESSO</b>	<b>Unità di valutazione</b>	→	Azienda nel suo complesso (no premi e sconti)
	<b>Configurazione di valore</b>	→	Valore intrinseco (valore cui rinuncia chi recede)
	<b>Attributo di valore</b>	→	Valore in atto (non riflette benefici attesi, ma l'azienda come gestita al momento)
	<b>Prospettiva di valutazione</b>	→	Partecipanti al mercato (valore che si dovrebbe formare in un mercato efficiente)

– Cfr Bavagnoli F., Lettera di commento ai Piv dell'Oiv, febbraio 2015, pag. 10, pubblicata sul sito [www.fondazioneoiv.it](http://www.fondazioneoiv.it).

04. Bini M., Sostanza e forma delle valutazioni d'azienda ai fini legali, *Le Società*, Ipsoa, n. 11/2015, pag.1270 e segg. Il rischio di non disporre delle necessarie competenze, del resto, stimolerà la frequentazione di appositi percorsi professionali che dovrebbero portare alla nascita di una vera e propria professione, la professione degli esperti in valutazione d'azienda.

05. Si tratta della traduzione italiana del documento IVSC del dicembre 2011, Code of Ethical Principles for Professional Valuers.

È noto come a livello dottrinale fosse discussa la quantificazione di questi due tassi: il metodo misto, nella versione originaria, prevedeva una uguaglianza dei due tassi, ma successivamente alcuni autori avevano sostenuto che il tasso di attualizzazione, in presenza di avviamento positivo, dovesse essere maggiore rispetto al tasso di rendimento aziendale a causa della maggiore rischiosità del sovrareddito. Questa l'impostazione sposata dai PIV nel principio PIV III.1.33, vista come "soluzione più razionale".

L'impatto sulla struttura delle perizie sarà una ulteriore innovazione portata dai PIV. Come ricordato nel precedente paragrafo, i PIV II.4.2 e II.4.3 introducono un contenuto minimale della relazione di stima, che quindi influenzerà l'indice delle perizie redatte a partire dal 2016. Si pensi all'obbligo di indicazione della natura del giudizio (valutazione o parere valutativo - PIV II.2.7) e della configurazione di valore (PIV II.2.8).

Inoltre sarà necessario citare le fonti degli input utilizzati e "conservare ordinatamente il mandato, l'originale della relazione consegnata e dei suoi allegati, tutti i documenti e le altre informazioni costituenti la base informativa utilizzata" (PIV II.5.1).

Maggiore attenzione dovrà poi essere prestata nell'utilizzo delle perizie di altri esperti (ausiliari), come per esempio le perizie immobiliari. Il PIV I.5.2 recita infatti: "Quando sono utilizzate le analisi di altri specialisti ... l'esperto deve esercitare spirito critico (*professional skepticism*) al fine di attestare che a sua conoscenza non vi sono ragioni per dubitare della credibilità e dell'affidabilità della base informativa utilizzata, come pure che non vi sono elementi di contesto tali da far ritenere che il processo svolto e i risultati ottenuti non siano attendibili". È tuttavia il commento al medesimo principio a illustrare pienamente l'innovazione apportata dai PIV: l'esperto deve infatti verificare "1) il processo seguito dallo specialista; 2) i risultati cui lo specialista è giunto ..."

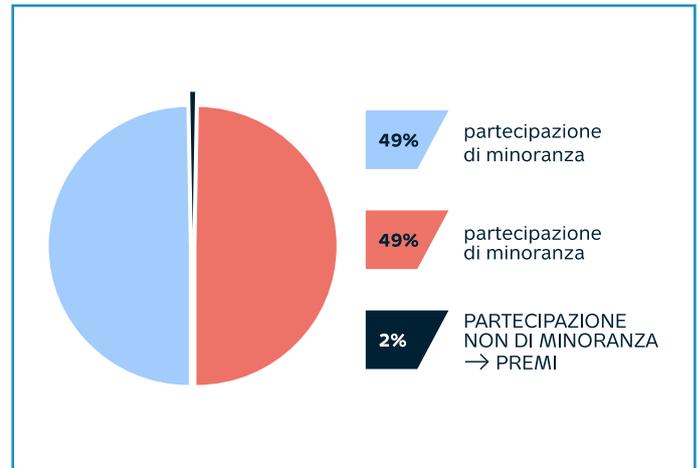
I PIV, inoltre, hanno il merito di **raccogliere in un unico volume la migliore dottrina in ambito valutativo** e questo non può che portare benefici ai professionisti, che dispongono ora di un nuovo strumento di ausilio per irrobustire le proprie perizie.

Pensiamo, per esempio, alla trattazione relativa al costo del capitale o a quella relativa a premi e sconti.

Su quest'ultimo tema si riporta una esemplificazione tratta dal PIV III.3.13 che evidenzia la necessità di quantificare un premio per il controllo anche in presenza di acquisizione di una partecipazione societaria esigua ma che, considerata la situazione dell'intera compagine sociale, potenzialmente è in grado di far acquisire il controllo societario all'acquirente.

Altri impatti sono individuabili grazie alla lettura delle lettere di commento ai PIV, pubblicate sul sito della fondazione OIV.

Figura 2 - Sconti e premi: un esempio applicativo tratto dal PIV III.3.13



## Le problematiche per la stima delle PMI

È certamente significativo che più di una lettera di commento ai PIV - fra cui quella inviata dallo scrivente - abbiano evidenziato la problematica della taratura dei PIV con riferimento alle PMI, nonché per le microimprese familiari. Non è una cosa di poco conto se si pensa che in Italia la presenza di PMI è notevole e dunque si tratta di un tessuto imprenditoriale con cui gli stimatori devono necessariamente confrontarsi.

Il rischio è quello di adottare dei principi, i PIV, che mal si conciliano con le caratteristiche delle imprese di ridotte dimensioni, ma che vengono applicati dai professionisti pur di non incorrere in responsabilità.

È chiaro che la questione verrà certamente affrontata dall'Oiv con i prossimi documenti fra cui, in particolare, gli esempi applicativi, ma in questa sede iniziamo a evidenziare alcune di queste problematiche applicative.

I PIV trattano specificatamente le valutazioni delle PMI solo nei principi III.2.3 (non quotate) e III.2.4 (imprese di differenti dimensioni), mentre negli altri principi ci sono delle precisazioni dedicate alle PMI, ma si tratta sempre di veloci rimandi insufficienti ad affrontare compiutamente le problematiche tipiche di queste imprese.

Alcuni esempi:

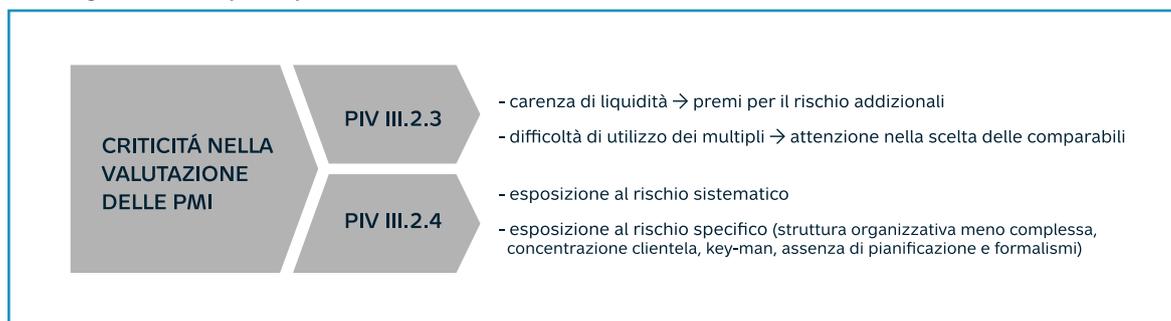
- nel PIV III.1.44, nel quale si affronta il tema del calcolo del costo dell'*equity* sulla base della metodologia CAPM, viene precisato nel commento relativo che per le imprese non quotate a dimensioni ridotte "possono essere utilizzati i parametri valutativi desunti dal mondo delle società quotate solo se l'azienda da valutare ha caratteristiche tali da poter interessare il mondo dell'intermediazione finanziaria per il comparto *equity* o imprese di maggiori dimensioni (*strategic buyer*) che facciano ricorso al mercato dei capitali di rischio";

- nel PIV IV.6.1, relativo al recesso societario, è stabilito che la valutazione debba avvenire, per le imprese non quotate nella forma di S.p.A., senza l'applicazione di premi e sconti, salvo tuttavia considerare alcuni sconti specifici

06. Alcuni di questi impatti sono stati segnalati in Cecchetto A., I Piv: alcune considerazioni sull'impatto che avranno sulle perizie, relazione presentata nel corso del convegno I nuovi principi di valutazione e il loro impatto sulle perizie di stima, organizzato dalla Commissione di Studio per le perizie e le consulenze tecniche dell'ODCEC di Vicenza il 3 dicembre 2015, cui ha partecipato come relatore anche il prof. Massimo Buongiorno dell'Università Bocconi.

07. "A tale riguardo si segnala l'interessante documento emesso nel 2005 dalla Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Valoración de Pymes." Cfr Bavagnoli F., Lettera di commento ai Piv dell'Oiv, febbraio 2015, pag. 2, [www.fondazioneoiv.it](http://www.fondazioneoiv.it).

Figura 3 - PMI non quotate: peculiarità da considerare ai fini della valutazione



quali quello per dipendenza da persone chiave e quello riferibile alla mancanza di liquidità.

Ma facciamo un'altra considerazione con riferimento alle metodologie utilizzabili per la stima del valore delle PMI e in particolare per le microimprese familiari.

È noto che per alcuni autori i metodi empirici (o del pollice) appaiono le metodologie preferibili per la stima di microimprese familiari, caratterizzate da troppi "inquinamenti" contabili derivanti dalla commistione della gestione imprenditoriale con quella familiare, assenza di cultura manageriale (e quindi degli strumenti tipici della pianificazione) e da eccessiva dipendenza dalla figura carismatica dell'imprenditore e/o da altri familiari. Alla luce di tali considerazioni, condivisibili certamente per alcune realtà, vediamo cosa stabiliscono i PIV al riguardo.

Il commento al principio PIV III.1.11, che si occupa dei criteri di valutazione, così recita: "La prassi talora vede l'applicazione anche di metodi diversi da quelli qui presentati. Si tratta di regola di procedimenti empirici, non validati scientificamente e il cui uso dovrebbe normalmente essere evitato".

Il principio appare sintetico, ma proviamo a interpretarlo alla luce delle esigenze valutative tipiche di una microimpresa o di un'impresa particolare.

"Normalmente" sta a significare, così come consolidato a livello dottrinale, che le metodologie assolute e relative comunemente utilizzate e presenti nei manuali di valutazione sono le uniche accettabili perché "robuste" e dotate, pur con varie "sfumature" delle caratteristiche di razionalità, verificabilità, coerenza, affidabilità (PIV I.1.4). Ciò non toglie che, in presenza di realtà aziendali o settoriali dotate di caratteristiche tali per cui sussistono significative differenze rispetto alle altre imprese, è possibile utilizzare le metodologie empiriche:

- microimprese in cui è troppo forte la dipendenza dalla figura dell'imprenditore, che rappresenta una minaccia alla sopravvivenza aziendale senza un adeguato processo pianificato di ricambio generazionale;
- piccole imprese operanti in determinati settori dotati di caratteristiche peculiari, come le farmacie, per le quali è opportuna l'applicazione del metodo empirico del fatturato.

In altri stati, in ambito valutativo, sono state previste guide specifiche o comunque specifiche indicazioni per le piccole e medie imprese, al fine di semplificare e adeguare l'approccio da seguire rispetto a quello adottato normalmente per le imprese più grandi. Pensiamo al riguardo alla Spagna, caso citato dal prof. Bavagnoli nella sua lettera di commento ai PIV<sup>7</sup>, o alla Francia, caso citato dal sottoscritto<sup>8</sup>. Vedremo in Italia quale sarà la strada scelta dall'OIV.

L'importante, per noi professionisti, sarà che la presa di posizione da parte dell'OIV avvenga in tempi relativamente brevi, in modo da non costringere gli operatori a non applicare i PIV per la mancanza di un "adattamento" alle piccole realtà aziendali oppure ad applicarli con delle interpretazioni e degli accorgimenti che avrebbero il sapore di quella "soggettività valutativa" che l'OIV, con l'introduzione dei PIV, vuole proprio combattere.

08. "Per esempio, la guida francese della CNCC (L'Évaluation financière expliquée) propone – anche con esemplificazioni – la costruzione di tassi di interesse per piccole imprese". Cfr Cecchetto A., Lettera commento Piv, febbraio 2015, pag. 2, [www.fondazioneoiv.it](http://www.fondazioneoiv.it).



Giuseppe Ossoli

# L'analisi strategica

L'analisi strategica è il valore aggiunto per l'analisi fondamentale dell'impresa e su di essa si imposta una valutazione aziendale.

Le metodologie valutative oggi più accreditate correlano l'ipotesi di valore di un'azienda ai propri flussi di risultato prospettici, opportunamente attualizzati a un tasso di interesse coerente con le previsioni di rischio/rendimento degli investitori.

Ancora una volta si comprende il ruolo determinante dei modelli predittivi (propri dei sistemi di pianificazione e programmazione) quale momento propedeutico all'applicazione dei metodi di valutazione. Previsioni approssimative, non corrette, non coerenti e non documentate possono compromettere l'intero processo valutativo, portando a stime errate, inconsistenti, non convincenti e, in ultima analisi, non credibili (a ciò va aggiunto la non remota possibilità di imbattersi in proiezioni artefatte e manipolate a beneficio di alcuni *stakeholders*).

Va ricordato, al riguardo, come l'oggettiva incertezza che accompagna i processi previsionali giustifica la distanza e l'atteggiamento prudentiale della cultura valutativa di scuola europea nei confronti dei metodi finanziario e reddituale, da più tempo accreditati nei Paesi anglosassoni. Si osserva come i diversi modelli valutativi recepiscono in modo diverso la componente di aleatorietà dei processi previsionali. Ad esempio le stime di capitale economico (correlate, secondo il metodo reddituale, a capacità di reddito già acquisite, dimostrate o ragionevolmente raggiungibili, sulla base di dinamiche economiche e *trend* già in atto) sono caratterizzate da un grado di incertezza inferiore rispetto alle stime di valore potenziale del capitale, correlate ad attese di flussi a medio-lungo termine, spesso svincolate da rapporti con i risultati del passato.

L'analisi previsionale dei flussi futuri riceve un apporto essenziale in termini di accuratezza, consistenza e credibilità da una efficace attività di pianificazione. Ciò giustifica il ruolo dei documenti strategici (piano industriale, piano aziendale, piano strategico o *business plan*) nell'ambito del processo valutativo. Il piano aziendale è il documento che, a partire dalla presentazione delle strategie competitive di fatto già operanti, rappresenta la visione imprenditoriale del *management*, attraverso l'esplicitazione delle intenzioni strategiche, delle azioni pianificate per il raggiungimento degli obiettivi strategici (*action plan*) e della evoluzione attesa dei *key value driver*.

In pratica il piano industriale consente al valutatore di comprendere i tratti essenziali del processo di pianificazione e controllo adottato dall'azienda *target*, focalizzando la propria attenzione sullo stesso *set* informativo di cui si avvale il *management* per governare le dinamiche aziendali. Dal piano industriale, infatti, devono potersi cogliere alcuni elementi essenziali per meglio definire il giudizio di valore dell'impresa. Fra questi:

- il *modello di business* deliberato;
- gli *stakeholders* rilevanti;
- l'analisi del settore/mercato di appartenenza e delle relative dinamiche competitive;
- le caratteristiche del progetto strategico (fattori critici di successo e vantaggi competitivi);
- gli obiettivi di medio-lungo termine;
- il piano di azione;
- le ipotesi alla base dei dati previsionali (*assumptions*);
- il piano economico-finanziario.

Tali aspetti dovrebbero essere dettagliati sia a livello aziendale (*corporate*) sia, ove necessario, a livello di *Strategic Business Unit* (SBU), cioè con riferimento all'unità di un'impresa che ha la

responsabilità di sviluppare la strategia in una specifica area di affari (ASA), caratterizzata da:

- strategie indipendenti da altre aree di attività dell'impresa;
- strutture di costo differenti;
- presidi organizzativi autonomi e responsabilità dedicate.

Nell'ambito del processo di pianificazione, il piano industriale rappresenta il momento per concentrarsi sulla definizione di orientamenti strategici capaci di massimizzare la creazione di valore nel medio-lungo periodo.

Spesso le esigenze operative a breve termine non consentono ai *manager* di dedicare la giusta attenzione alle dinamiche settoriali, ai comportamenti dei *competitor* e alla individuazione di valide e innovative opportunità di *business*. Per contro, l'adozione di un sistema di pianificazione strutturato e formalizzato contribuisce a creare occasioni in cui è possibile sviluppare strategie innovative, che consentono di creare e mantenere un significativo vantaggio competitivo. La sostenibilità del vantaggio competitivo, quindi, viene certamente favorita dall'esistenza, dalla coerenza e dalla completezza del piano industriale. Lo stesso piano industriale, attraverso la definizione delle azioni da intraprendere e delle relative tempistiche (*action plan*), rappresenta lo strumento che guida le principali scelte operative e, in particolare, l'entrata in nuovi mercati, il lancio di nuovi prodotti/servizi, l'utilizzo di nuovi canali distributivi, l'ampliamento del portafoglio clienti, nonché il reperimento di tutte le risorse (umane, finanziarie, tecnologiche, informative, organizzative) necessarie al perseguimento degli obiettivi strategici.

L'esplicitazione delle scelte strategiche e delle azioni attuative comporta un'analisi critica continua da parte del *management*; in tal modo, il processo di strutturazione del piano diventa uno strumento di apprendimento che consente di verificare la qualità di certe intuizioni manageriali e di ridurre, quindi, i rischi correlati. La redazione del piano, infatti, implica un suo progressivo affinamento e, dunque, l'elaborazione di successive revisioni all'interno di un processo iterativo: le assunzioni

errate, le aree di debolezza, gli elementi di incoerenza vengono così progressivamente corretti, mentre gli stimoli e le intuizioni derivanti dal riesame delle prime versioni del piano vengono recepiti, integrando e migliorando il progetto strategico originale. In pratica la redazione e il riesame critico del piano rappresentano un modo efficace per presentare, giustificare e difendere le scelte strategiche aziendali alle diverse parti interessate.

Non a caso gli analisti finanziari individuano forti elementi di criticità aziendale non solo a fronte di gravi squilibri nella struttura finanziaria o nel posizionamento competitivo all'interno dei principali settori di attività, ma anche a fronte di evidenti fattori di incoerenza nel piano industriale e nelle relative condizioni al contorno. In tale prospettiva l'analisi fondamentale si propone di validare l'affidabilità del piano, con particolare riferimento alla verifica critica delle ipotesi assunte (le *assumptions*) e alla sostenibilità dei risultati pianificati. Più in particolare l'analisi critica delle *assumptions* rappresenta il cuore del processo previsionale: l'assenza di un'accurata analisi genera il forte rischio di previsioni inaffidabili, a loro volta all'origine di valutazioni prive di fondamento.

Un piano è attendibile se viene formulato sulla base di ipotesi realistiche e giustificabili e se i risultati attesi risultano ragionevolmente conseguibili (sostenibilità). Questo aspetto diventa sempre più rilevante man mano che si allunga il periodo di valutazione analitica dei flussi attesi (e, di conseguenza, si allontana nel tempo il valore terminale). I contenuti del piano, quindi, devono risultare realistici rispetto alle dinamiche competitive del settore di riferimento e, in particolare, rispetto:

- all'andamento della domanda e delle quote di mercato;
- alle tendenze in atto nei bisogni dei clienti (*customer need*) e ai fattori chiave che ne orientano le scelte (*buying factor*);
- al comportamento dei *competitor* (desumibile da un'analisi di *benchmarking* relativa ad aspetti quali strategia, *business model*, fattori critici di successo, *performance* storiche);

- alla struttura e ai cambiamenti dei canali distributivi e dei processi di approvvigionamento;
- al contesto normativo, tecnologico, socio-politico e ambientale.

L'analisi della sostenibilità finanziaria del piano industriale parte dalla corretta stima dei flussi di cassa attesi e dalla adeguata copertura di questi ultimi con fonti di finanziamento sicure. L'obiettivo è di verificare che, nel loro insieme, le dinamiche finanziarie supportino il raggiungimento degli obiettivi strategici previsti dal piano. Per una accurata stima dei flussi di cassa assumono una particolare rilevanza i *cash flow* generati dalle *operation* e quelli generati dagli investimenti.

A tal fine è utile valutare, anche attraverso un'analisi di sensitività, l'evoluzione dei fabbisogni di capitale circolante rispetto alle previsioni di vendita, alle condizioni contrattuali riservate ai clienti e ottenute dai fornitori, ai cambiamenti dell'assetto logistico, nonché alle variazioni del mix di canali di vendita e del portafoglio prodotti/servizi.

Riguardo agli investimenti (tecnologici, di marketing, organizzativi) rivestono particolare importanza gli importi stanziati, la manifestazione temporale dei flussi finanziari, l'impatto di agevolazioni e i contratti di *leasing* (operativi e finanziari) esistenti. Attraverso l'analisi dei flussi di cassa risulta essenziale verificare se esiste un equilibrio tra tipologie di fonti e impieghi, nonché la ragionevole reperibilità delle fonti di finanziamento necessarie: in particolare, se il piano prevede un considerevole utilizzo del credito, sarà importante valutare attentamente la propria capacità di indebitamento e il proprio merito di credito (*rating* bancario). Inoltre deve essere verificato l'allineamento e la continuità tra *performance* storiche e *performance* prospettive.

Quanto più i risultati prospettici (economico-finanziari, competitivi, gestionali) differiscono da quelli passati, tanto più sarà necessario proporre elementi a sostegno della loro credibilità. In questa prospettiva deve essere indagata la probabilità che i dati prospettici hanno di manifestarsi real-

mente. Quanto più l'azienda basa le proprie proiezioni sui primi dati consuntivi dell'esercizio in corso (preconsuntivi), su ordini già in portafoglio, su vendite da effettuare a clienti con cui esistono rapporti contrattuali stabili, ovvero su trattative che si trovano a uno stadio avanzato, tanto più sarà possibile considerare come altamente probabili i flussi di risultato pianificati.

Decisamente inferiore risulta l'attendibilità del piano per quelle aziende che devono giustificare previsioni di andamento dei flussi di risultato basate esclusivamente su ipotesi di acquisizione di nuovi clienti, di ingresso in nuovi mercati o di lancio di nuovi prodotti.

Al riguardo, utilizzando un linguaggio tecnico, si è soliti parlare di:

- ipotesi ragionevoli, corrispondenti a obiettivi ragionevolmente perseguibili con una elevata probabilità;
- ipotesi forti, con riferimento a obiettivi stimolanti o ambiziosi, difficilmente realizzabili;
- ipotesi inverosimili, con riferimento a obiettivi perseguibili con una probabilità prossima allo zero.

Inoltre il piano dovrebbe essere valutato in relazione ai diversi scenari che si possono configurare rispetto alle principali variabili.

Lo sviluppo delle prospettive economico-finanziarie del piano dovrebbe essere sempre accompagnato da una analisi di sensitività condotta con un approccio *what if* che permette, tra l'altro, di individuare le variabili critiche (competitive e gestionali) che più sono in grado di esercitare un influsso sulla creazione di valore e di verificare gli effetti associati ai diversi scenari. Il ricorso a un piano flessibile, sviluppato attorno a diversi scenari alternativi (piano standard, piano prudenziale, piano ottimale), consente di verificare la sostenibilità del piano, "forzandolo" ad alcune soluzioni limite.

In pratica l'analisi di sensitività consente di verificare l'equilibrio aziendale e la sostenibilità dei piani, anche perturbando il modello attraverso la variazione di alcune variabili previsionali e delle *assumptions*.

Per fini valutativi i risultati della pianifi-

cazione devono essere assoggettati ad alcuni vincoli:

- il periodo di valutazione analitica dovrebbe essere vincolato, prevedendo una soglia massima (ad esempio 5 o 7 anni) o un orizzonte non superiore al periodo coperto dalla programmazione formalizzata;
- il peso del valore terminale (*terminal value*) dovrebbe avere un peso percentuale tale da non offuscare il peso dei risultati ottenuti attraverso le previsioni analitiche;
- i tassi di crescita dovrebbero risultare coerenti con gli scenari e le dinamiche macroeconomiche.

## **La previsione delle performance aziendali**

In questa fase dell'analisi fondamentale è importante la conoscenza puntuale dei generatori di valore di cui si è analizzata la dinamica storica, dal momento che gli stessi costituiranno in massima parte i *driver* della futura crescita e redditività aziendale (in particolare il fatturato, il valore della produzione, l'EBITDA, l'EBIT, la rotazione del capitale investito). Assumere che l'andamento storico della redditività, così come la dinamica degli investimenti, continui nel futuro è un'ipotesi semplicistica e riduttiva. Va subito osservato che la dinamica storica dei driver potrebbe essere stata "inquinata" da variabili esogene, legate a particolari situazioni di mercato, alla dinamica dei *competitor*, a mutamenti nello scenario regolamentare o a fattori temporanei, come acquisizioni, ristrutturazioni, incrementi eccezionali del fatturato, che potrebbero non ripetersi nel prossimo futuro.

Ebbene, in questa fase, è necessario porre l'attenzione sulla crescita organica e sostenibile dei generatori di valore, sulla capacità dell'azienda di creare valore dalle attività operative, isolando le variabili transitorie, straordinarie o inusuali che hanno caratterizzato l'evoluzione storica.

Parliamo di crescita organica, in quanto sostenuta dall'attività caratteristica dell'azienda, e sostenibile, in quanto avente carattere permanente e ripetibile nel futuro.

Ovviamente una corretta previsione delle *performance* aziendali non può prescindere da un'analisi approfondita del *business*, delle attese sull'evoluzione del ciclo economico, del contesto competitivo e normativo, nonché del piano industriale dell'azienda. In pratica, prendendo le mosse dall'analisi critica dei risultati aziendali, i modelli previsionali traducono in termini economico-finanziari gli orientamenti strategici aziendali (mutuati dal piano industriale), in modo coerente con i mutamenti attesi dello scenario competitivo.

La crescita organica della redditività operativa è l'unica base fondamentale per elaborare una stima della futura *performance* aziendale. Questa cresci-

ta diventa sostenibile e proiettabile nel futuro solo se le condizioni interne ed esterne possono considerarsi stabili per gli anni a venire.

Ad esempio, un'azienda in fase di *start-up*, nei primi anni di attività può arrivare facilmente a duplicare o triplicare il fatturato di anno in anno. Sebbene il *trend* crescente possa ragionevolmente essere considerato in fase previsionale, un simile sviluppo dimensionale risulterà sempre più difficile da mantenere per la presenza di variabili esogene come la concorrenza, la regolamentazione e la legge economica dei ricavi marginali decrescenti che, nel medio termine, lasceranno convergere il tasso annuo di sviluppo dei ricavi attorno alla crescita media del settore.

Analogamente ai ricavi di vendita, anche la dinamica storica dei costi operativi è da considerarsi organica e proiettabile nel futuro se finalizzata a supportare lo svolgimento dell'attività operativa. A tal fine la crescita organica dei costi operativi può essere identificata analizzando nel tempo l'incidenza delle singole voci di costo sui ricavi di vendita e/o sul valore della produzione. In tal senso la crescita dei costi operativi sarà considerata organica se tali incidenze percentuali rimangono costanti nel tempo.

Più complessa è la definizione della crescita organica degli investimenti. Sarà da considerarsi organica la crescita del capitale circolante e del capitale fisso se necessaria a sostenere la dinamica del fatturato (ed eventualmente del valore della produzione). Anche in questo caso l'incidenza storica dei ricavi sul capitale investito operativo (indice di rotazione del capitale investito) può rappresentare una variabile segnaletica. Anche per gli investimenti sarà necessario considerare quelli necessari a garantire lo sviluppo organico delle attività operative.



Claudia Laricchia

# Le implicazioni dell'Etnografia digitale sui modelli di Marketing Internazionale: nasce l'Internazionalizzazione digitale e smart

## GLI AUTORI<sup>1</sup>

**Claudia Laricchia** - Coordinatore IDS. *Project e International Business Development Manager*, Dottore Commercialista; *Director of Institutional Affairs* per *Seeds&Chips* Milano (MiCo, 11-14 Maggio 2016); Fondatrice di IDS, Internazionalizzazione Digitale e Smart; Fondatrice e Mentor di USiena Alumni; Esperta di Internazionalizzazione.

**Michele Cignarale** - Fondatore di Netnografica, Centro Studi sulla etnografia digitale; Amministratore di "Basilicata Slurp"; "Meraviglia 360" e Clab s.a.s; *Digital Coach*; Fondatore e Mentor di USiena Alumni; Esperto di Societing, marketing e comunicazione.

**Giuseppe Mazzeo** - Esperto in implementazione e ottimizzazione algoritmi di monitoraggio multi-temporali e di *Social Network Analysis* e membro di Netnografica, Centro studi di Etnografia Digitale.

## PREMESSA

La progressiva digitalizzazione dell'economia e la conseguente evoluzione delle relazioni di mercato verso un'ottica di *societing*<sup>2</sup>, comportano anche la necessità di ripensare agli approcci e alle strategie di marketing internazionale, integrando i modelli tradizionali con nuovi strumenti in grado di tenere in dovuto conto non solo il ricorso consistente all'innovazione ma anche il ruolo dell'interazione nella gestione delle relazioni con il mercato.

Prendendo le mosse dall'osservazione di una correlazione positiva tra digitalizzazione, internazionalizzazione e competitività delle imprese italiane sui mercati esteri, il presente articolo si propone di porre le basi per la definizione di un nuovo approccio ai mercati in-

ternazionali.

In particolare l'articolo introduce le potenzialità di un nuovo strumento di analisi a supporto della definizione di alcune decisioni strategiche aziendali: la *Human Social Network Analysis* (HSNA). Tale strumento integra i modelli tradizionali di marketing internazionale, essendo in grado di studiare i network generati dalle innumerevoli e diverse interazioni che scaturiscono dalle attività social dell'azienda, consentendo di definire un nuovo modello di internazionalizzazione denominato **IDS Internazionalizzazione Digitale e Smart**, basato sul coinvolgimento del **mercato** e la sua successiva trasformazione in **cliente**.

## LA HUMAN SOCIAL NETWORK ANALYSIS (HSNA)

La Human Social Network Analysis è un metodo di indagine innovativo in grado di studiare il network generato dalle innumerevoli e diverse interazioni che scaturiscono dalle attività *social* dell'azienda.

L'analisi struttura il network mediante la Teoria dei grafi<sup>3</sup> e ne descrive la tipologia in termini di relazioni innescate e di attori coinvolti. La denominazione coniata deriva appunto dalla capacità di questo strumento di compiere non soltanto una analisi quantitativa sui dati presenti *on line*, ma anche una analisi semantica basata su un modello di analisi quantitativo-relazionale mirata a individuare i collegamenti, i contatti e i legami che caratterizzano

01. Hanno collaborato alla stesura del presente articolo Titti Gentile (Laureata in lingua e letteratura cinese; Master in International Development. Senior expert di progetti di sviluppo internazionale sia per imprese private sia per la PA) e Andrea Bertolucci (Esperto di Etnografia Digitale e di Data Visualization, membro del Comitato Consultivo di Widiba e del Centro Studi di Etnografia Digitale, a Milano). Si ringraziano altresì per i preziosi consigli e suggerimenti: la Prof.ssa Carolina Guerini, Professore Associato di Economia e gestione d'Impresa e consulente di marketing, presso Università Carlo Cattaneo LIUC Castellanza, SDA Bocconi School of Management; il Prof. Lorenzo Zanni, Professore ordinario di International Manage-

un gruppo di persone (più o meno complesso, dalla famiglia alla nazione), piuttosto che basarsi sullo studio degli attributi del singolo (es. numero di messaggi letti, inviati, etc.).

I legami che si realizzano tra le persone sono, infatti, proprietà delle coppie in gioco e non delle caratteristiche dei singoli elementi.

In conformità a tale schema di lavoro è possibile applicare allo studio sociale la teoria dei grafi e descrivere la struttura delle interazioni tramite una serie di indici e metriche derivati dall'algebra matriciale. I grafi permettono, dunque, la raffigurazione spaziale a due o tre dimensioni delle relazioni sociali che legano gli individui e forniscono la struttura matematica necessaria a modellizzare le interazioni della popolazione per descrivere la comunità e definire tali connessioni in parametri e concetti formali e strutturali come ad esempio la densità, la centralità, etc.

In particolare assumono rilevanza gli attori principali della rete, gli individui centrali, che sono generalmente anche quelli più influenti e carismatici, rimossi i quali, la rete perde parte significativa del suo valore sociale.

Per mappare e analizzare la posizione degli attori all'interno dei network si calcolano le metriche di centralità attraverso i seguenti indici: *degree*, *betweenness centrality*, *closeness centrality* e *eigenvector centrality*.

Nello specifico, l'indice *degree* misura la connessione dell'attore all'interno della rete (numero di connessioni incidenti nel nodo). Tale indice fornisce quindi una prima stima approssimativa ma immediata dell'importanza (numero di nodi con cui è in relazione diretta) che quel nodo riveste nel dominio del sistema che stiamo analizzando: maggiore è l'indice più influente sarà il ruolo svolto.

Nel caso di grafi orientati, come accade per le reti sociali, sono calcolati per ogni attore gli indici *in-degree* (collegamenti in ingresso) e *out-degree* (collegamenti in uscita) che meglio estrinsecano il concetto di centralità basata sul numero di connessioni. In particolare *out-degree* elevati corrispondono ad attori con un ruolo di alta attività

informativa e predisposizione alla condivisione delle informazioni (definiti hub di informazioni), *in-degree* elevati sono, invece, riferiti a utenti molto popolari (definiti *authority*), possibili *influencer* della rete sociale e, quindi, punto di riferimento per gli individui.

L'indice di *betweenness centrality* rappresenta, invece, la misura d'influenza e di connessione del nodo della rete (utente della comunità). Indica cioè la frequenza con cui ogni singolo individuo si trova nel percorso più breve che collega ogni altra coppia di utenti. Quanto, quindi, una persona è intermedia tra altre due all'interno di un gruppo e quanto essa sia strategica e influente nello scambio d'informazioni. Alti valori di tale indice indicano dunque potenziali facilitatori e/o controllori d'informazioni, dei veri e propri *bridge* di rete, potenzialmente in contatto con diversi sottogruppi e comunità. In realtà tali utenti - con alto valore dell'indice - possono essere visti anche come punti deboli della rete in quanto l'eliminazione di essi può rallentare o ostacolare la circolazione dell'informazione fino a rendere sconnessa la rete.

La centralità degli attori può essere valutata anche sulla base della *closeness* (centralità), la quale fornisce una misura della distanza geodetica di un nodo da tutti gli altri. Nelle reti sociali, dove le connessioni rappresentano lo scambio d'informazioni, essa classifica i nodi in base alla loro capacità potenziale di far diffondere velocemente l'informazione minimizzando il numero medio di passaggi.

In generale, va comunque rilevato che il parametro più efficace per definire la centralità di un utente e quindi il suo ruolo all'interno della comunità virtuale è l'*eigenvector centrality*. Esso caratterizza la rete sociale quale misura non solo del numero ma anche della qualità delle connessioni di un utente.

Un utente connesso con utenti importanti acquista un ruolo di maggior rilievo nella rete, indipendentemente dal numero di connessioni stabilite: avere amici importanti fa differenza rispetto ad avere amici di poco peso.

Una volta definiti tutti i valori in riferimento a vertici e relazioni, calcolati i valori degli indici degli stessi e impo-

state le proprietà grafiche, è possibile creare il grafico delle relazioni. Per rappresentare graficamente una rete è necessario adottare degli algoritmi di visualizzazione adatti a mostrare certe proprietà del grafo rappresentato (*graph drawing*).

Gli algoritmi di *graph drawing* hanno l'obiettivo di ottenere una rappresentazione grafica che soddisfi sia criteri estetici (mostrare le simmetrie) che funzionali, come disporre un insieme di vertici vicini.

Particolarmente significativi sono gli algoritmi detti *Force Directed*. Questo tipo di algoritmi considerando un grafo come un sistema fisico di corpi con delle forze che agiscono tra di essi.

La disposizione dei corpi nello spazio in relazione a tutti gli altri corpi che compongono il sistema determina uno stato di energia che questo tipo di algoritmi tende a minimizzare.

L'algoritmo, in sostanza, dispone i vertici del grafo come fossero dei corpi che si respingono e considera le connessioni tra i vertici come delle forze che li avvicinano. Gli algoritmi *Force Directed* minimizzano tale energia del sistema, nel senso che cercano di posizionare i corpi in modo che la forza agente su di essi sia nulla.

Di questa tipologia di algoritmi le distribuzioni più utilizzate sono quella di *Fruchterman-Reingold* (trasforma il grafo in un sistema di particelle di massa) e quella di *Harel-Koren Fast Multiscale* (presenta elevata velocità di calcolo e disposizione del grafo anche per sistemi complessi).

Esistono, ovviamente numerosi altri algoritmi utili a disegnare il grafo secondo le peculiarità che più ci interessano (a esempio quelli geometrici circolare, spirale, a onda, a griglia, polare, etc.), e proprio per tale motivo, la scelta del *layout* rappresentativo è una fase delicata e cruciale del lavoro di analisi, avendo a che fare non solo con la parte estetica. Molto spesso all'interno di una comunità virtuale esistono altre sotto-comunità, gruppi logici, i cui utenti-nodi sono strettamente collegati l'uno all'altro, ma debolmente legati con i nodi al di fuori del loro *cluster*. Questa proprietà delle reti è definita come modularità.

L'approccio generalmente più utilizzato per determinare tale valore è quello suggerito da Newman.

L'individuazione di queste sotto comunità è fondamentale per stabilire come le informazioni si distribuiscono all'interno della rete. Con il raggruppamento dei vertici in *cluster* è quindi possibile individuare gli eventuali ostacoli al flusso d'informazioni e/o la presenza di difficoltà comunicative all'interno dell'intera rete.

Attraverso tale fase di analisi, inoltre, si possono distinguere gruppi relazionali dei quali non si conosceva l'esistenza che ad esempio nel nostro caso può portare a definire gruppi omogenei di persone con particolari preferenze verso prodotti e servizi e, dunque, interlocutori privilegiati nel caso di campagne di marketing.

L'individuazione dei gruppi presenti nel network può essere fatta in base a un particolare attributo scelto che caratterizza gli individui, relativa a eventuali componenti connesse (se due gruppi di relazioni non hanno legami che li legano, saranno separati), per immagini simbolo (collassando strutture complesse, per semplificare la lettura del grafo), tramite *cluster*.

In questo ultimo caso si ha un'ulteriore divisione, data dal tipo di algoritmo che si decide di utilizzare nel calcolo.

Quelli comunemente utilizzati nel caso della SNA, data la qualità dei risultati, sono:

- **Clauset-Newman-Moore (CNM)**, basato sulla modularità dei vertici. Raggruppando così i vertici che sono più collegati tra loro e quindi con alta densità di relazioni.
- **Wakita-Tsurumi**, algoritmo simile al precedente ma migliorato in termini di velocità di calcolo (particolarmente adatto per reti molto popolate - con più di 500.000 nodi)
- **Girvan-Newman**, metodo di tipo gerarchico che raggruppa la popolazione all'interno di una rete in comunità che presentano una densità di legami maggiore rispetto agli altri (calcolo è più lento degli altri e per questo motivo è più adatto a grafi limitati).

Di seguito si illustreranno sinteticamente le applicazioni di tali strumenti all'IDS, in base alle fasi del processo di

Internazionalizzazione Digitale e Smart, di cui segue una sintetica descrizione.

### **INTERNAZIONALIZZAZIONE DIGITALE E SMART**

L'Internazionalizzazione Digitale e Smart (IDS) è il processo attraverso il quale le imprese investono sui mercati esteri, con il preciso obiettivo di conquistarvi progressivamente non solo quote di mercato, **ma anche 'un senso' nella società del Paese estero di riferimento**. Tale posizione è strettamente connessa ai valori del brand; all'*engagement* della comunità estera a quei valori e alle interazioni che l'azienda riesce a costruire, connettendosi con il Paese estero.

Tale processo di investimento avviene attraverso l'innovazione e l'utilizzo di strumenti della rete (Internet, applicazioni, etnografia digitale) e del *mobile* nell'ottica del *societing*, finalizzato a incrementare i livelli di interazione e di *engagement* con utenti e operatori esteri, raccontati e rafforzati attraverso strumenti di *storytelling*.

L'IDS non esclude processi di internazionalizzazione tradizionale. Anzi, li integra e intende aggiornarli.

IDS è digitale perché ricorre alla HSNA, *Human Social Network Analysis*, il metodo di indagine innovativo per definire e studiare il network generato dalle innumerevoli e diverse interazioni che scaturiscono dalle attività *social* dell'azienda.

L'analisi, come sopra sinteticamente descritto, struttura il network mediante la teoria dei grafi e ne descrive la tipologia in termini di relazioni innescate e di attori coinvolti. Tale approccio è importante per derivare informazioni utili e uniche per le strategie aziendali, come nel caso dell'analisi dei mercati esteri.

IDS è digitale anche perché fa un uso strategico del *social media management*, ossia l'attività finalizzata a generare visibilità sui canali digitali e incrementare il grado di interazione qualificata dell'impresa e dei valori del brand dell'impresa, massimizzando l'affinità tra azienda e "consumatori", i clienti che con il nuovo approccio diventano protagonisti dei processi di promozione internazionale e, più in generale, della vita delle imprese.

IDS è "smart" perché integra prodotto, processo, modelli organizzativi o promozionali dell'impresa con supporti innovativi elaborati da *start up* o imprese innovative in grado di facilitare la fruizione del prodotto/servizio e migliorare le performance aziendali sui mercati internazionali. IDS è smart perché per essere competitivi sui mercati internazionali, oggi, è necessario far leva sull'innovazione per aumentare il grado d'interazione del prodotto, con le esperienze di consumo dei "consumatori".

L'approccio all'internazionalizzazione digitale e smart è basato sulla necessità di far leva sull'integrazione di servizi innovativi erogati da *start up* o imprese innovative con servizi, prodotti, processi, modelli organizzativi o promozionali di imprese tradizionali, allo scopo di rendere queste ultime più competitive sui mercati internazionali. In particolare, secondo l'approccio IDS e alla luce della crescente importanza strategica delle tecniche di marketing narrativo a causa dell'evoluzione degli scenari di mercato in funzione dei cambiamenti delle relazioni tra persone, l'innovazione è precipuamente finalizzata ad aumentare il grado di interazione del prodotto, allo scopo di valorizzare ulteriormente le esperienze di consumo, centrali nell'approccio di IDS.

L'impresa riconosce il ruolo sempre più attivo dei propri consumatori e *stakeholders*, e si apre a una loro partecipazione attiva, anche nella determinazione del valore della ricchezza prodotta. Tale apertura rende le imprese sempre più dei network sociali e comporta la creazione di nuove forme di legami e di responsabilità verso la società e la proiezione virtuale della società, dalla quale l'impresa deriva sempre di più il proprio valore. Lavorare con i legami sociali, "fare società" instaurando nuove relazioni produttive che riescano sia a contribuire al bene comune, sia a generare quella legittimità, affinità ed entusiasmo diventano sempre di più obiettivi prioritari per l'impresa, di cui il marketing internazionale deve tenere conto.

Il marketing persuade. Il *societing* fa risuonare insieme. Il marketing è orientato al mercato. Il *societing* è orientato

all'esperienza di consumo e alle conversazioni.

A livello internazionale, questo tipo di approccio comporta la necessità di rinnovare il concetto di posizionamento sul mercato, aggiornandolo con il "senso" che nella società estera l'impresa italiana intende avere.

Persino lo sfruttamento delle capacità di organizzare dei processi di produzione - materiali e immateriali - possono coinvolgere una larga moltitudine di attori, fra cui i consumatori stessi, ed è questa apertura a dover costituire la base per cambiare approccio al marketing internazionale, nell'ottica della IDS.

Tale apertura, naturalmente, vale anche dal punto di vista della domanda. L'approccio alla IDS, infatti, comporta il riconoscimento che il consumatore sia diventato un soggetto attivo, abituato a dire la propria, a essere influente, a raccontare continuamente le proprie esperienze, legate anche al consumo, a far parte di una tribù con cui condivide valori, che possono identificarsi in quelli di un brand, ma che non vogliono da questo sentirsi costretti. È anche per questo che oggi il consumatore viene definito "consumatore".

È pertanto attraverso tale nuovo approccio, che tutti i paradigmi tradizionali del marketing internazionali vanno reinterpretati.

Ad esempio, l'individuazione dei paesi *target* attraverso l'estrazione di schede tecniche e la consultazione di banche dati può essere integrata con strumenti di etnografia digitale georeferenziati per analizzare con maggiore dettaglio il reale interesse delle tribù e degli *stakeholder* del Paese Target e definire un potenziale riferimento geografico di influenza (regioni del Paese; aree geografiche specifiche; città ecc.).

Per ogni paese *target* e area specifica dello stesso, con la HSNA è possibile effettuare, ad esempio, un'analisi dell'*Italian sounding*.

Ancora a titolo esemplificativo, la HSNA può essere utilizzata nell'ambito di alcune prime azioni di *scouting* sui Paesi Target, come la partecipazione dell'impresa a una manifestazione fieristica, dove le connessioni e le inte-

razioni tra persone/operatori/consumatori che interagiscono in un luogo fisico possono essere rafforzate e facilitate sui canali digitali.

L'etnografia digitale è quindi lo strumento per proiettare tali interazioni sui canali digitali e per utilizzare i canali digitali per proiettare tali relazioni nella realtà, in maniera strategica e mirata.

Anche la segmentazione del mercato, che non può essere più uno strumento di clusterizzazione omogenea all'interno e disomogenea all'esterno, effettuata in base ad alcuni elementi collegati agli stili di vita del consumatore, ma che necessita di strumenti in grado di analizzare i "big data" che i consumatori stessi continuano a mettere a disposizione spontaneamente in rete. Alla luce della rivoluzione digitale e dell'evoluzione dal *marketing* al *societing*, le scelte strategiche aziendali non possono più basarsi sulle categorie di Eurisko poiché oggi sono cambiati i ruoli, gli ambienti e le matrici relazionali tra persone. Più che di stili di vita, infatti, oggi può essere opportuno indagare i momenti di vita e gli spazi sociali (*touch points*) che li legano e che possono essere studiati attraverso il tracciamento dei dati e la relativa interpretazione delle dinamiche che si instaurano nelle *webtribe*.

Ancora, l'analisi della concorrenza, può essere aggiornata attraverso un'analisi dell'*engagement* e di *performance* dei contenuti pubblicati, nonché delle comunità dei fan della concorrenza, così come profilata sui *social network*, allo scopo di individuare le connessioni che si innescano a partire dalle interazioni effettuate (like, commenti, condivisioni di contenuti).

L'analisi del *benchmark*, quella del posizionamento. Ogni parte del modello tradizionale di marketing può essere aggiornata attraverso il nuovo approccio IDS.

Le tecniche di analisi delle reti sociali e di etnografia digitale, infatti, sono utilizzate per l'ascolto e il filtraggio delle conversazioni *on line* per la promozione mirata, interagendo con le tribù di riferimento (esistenti e potenziali) e con i *top influencer* dal *media position* al *sense providing* (il senso nella società e non il posizionamento sul mercato).

Come detto, cioè, dalla persuasione si passa all'*engagement*.

In quest'ottica, anche i servizi di CRM aziendale tradizionalmente votati alla acquisizione di nuovi potenziali clienti (anche mediante il rafforzamento delle relazioni con quelli più importanti e strategici), traggono dalle metodologie di analisi di IDS nuova linfa e nuovi spunti di riflessione.

Ascoltare le conversazioni della comunità, o meglio ancora delle tribù di "consumatori"; filtrare le idee e le opinioni e, dalla moltitudine, estrarre solo quelle più interessanti, provenienti dagli attori centrali e *influencer* del *network* (perché geometricamente connessi con molti o perché strategicamente intermediari delle informazioni); utilizzare metodologie di etnografia digitale permette di focalizzare l'attenzione solo sulle opinioni delle persone che svolgono un ruolo centrale per la dinamica della comunità, e, dunque, da coltivare e fidelizzare con attenzione per aumentare l'*appeal* aziendale.

Nell'ottica di IDS, è indispensabile far leva su *driver* emozionali e sulla valorizzazione dei legami emozionali con i «consumatori», utilizzando tecniche di *marketing narrativo* da proiettare sui canali digitali, costruendo intorno ai valori del brand un format narrativo capace di donare esperienze ai consumatori che pertanto contribuiranno a tessere il format narrativo, nutrendolo anche delle loro storie.

I consumatori cioè sono chiamati all'azione, anche attraverso la valorizzazione dei legami che li uniscono, che vedono nella rete il luogo ideale di aggregazione. In quest'ottica, i servizi digitali aiutano anche a individuare *top influencer* e valutare l'impatto sul mercato del grado di interazione tra esperienza di consumo e promozione.

Ancora, in quest'ottica, l'internazionalizzazione digitale e smart permette di aggiornare il concetto di *Advertising*. La rivoluzione digitale, infatti, impone l'*advertainment*, focalizzato sulla possibilità di far leva sulle esperienze e sul racconto delle stesse per posizionare il proprio brand sui mercati e risuonare con gli *stakeholder* che su quei mercati insistono.

## CONCLUSIONI

La rivoluzione digitale ha prevalentemente cambiato le relazioni tra persone, con un impatto straordinario sui modelli che le regolano a livello economico e quindi anche di promozione internazionale. Continuare ad utilizzare modelli di internazionalizzazione tradizionale, quindi, risulta limitativo.

Nell'articolo, gli autori suggeriscono di integrare i modelli tradizionali di marketing internazionale con strumenti di etnografia digitale, in modo da aggiornare il proprio approccio ai mercati esteri ed essere maggiormente competitivi e in grado di promuovere il "Made in Italy" in modo da ribaltare la relazione con il cliente, le cui esperienze diventano così leve di promozione e le cui conversazioni diventano un bacino di informazioni essenziali per l'azienda per prendere decisioni strategiche.

Si tratta cioè di definire un nuovo modello di internazionalizzazione denominato **IDS Internazionalizzazione Digitale e Smart**.

Alessandro Tentoni<sup>1</sup>

# L'IMPATTO SUGLI INDICATORI AZIENDALI DEI CRITERI DI VALUTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI

## 1. Aspetti introduttivi

In via preliminare occorre chiarire che il vocabolo "Partecipazioni" designa, nella normativa civilistica e nei principi contabili OIC, qualsiasi pacchetto di titoli rappresentativi del capitale sociale di un'altra impresa, mentre dal punto di vista della dottrina aziendalistica il termine in oggetto evoca più precisamente un investimento duraturo, contrapposto al possesso dei titoli con un orizzonte temporale limitato. Il presente contributo è incentrato sulla seconda accezione.

In via generale le immobilizzazioni finanziarie, gruppo che accoglie gli *asset* in oggetto, presentano caratteri peculiari rispetto alle categorie delle immobilizzazioni materiali e immateriali. Infatti, tali beni partecipano di regola direttamente allo svolgimento del ciclo produttivo caratteristico aziendale con un contributo economico segnalato in genere dalle quote di ammortamento, consentono il reintegro graduale delle risorse finanziarie investite nel corso del periodo complessivo di proficuo utilizzo gestionale, risultando inadatte allo smobilizzo diretto.

Le immobilizzazioni finanziarie, viceversa, rappresentano elementi patrimoniali non coinvolti nella produzione di beni o servizi ma, al più, promuovono condizioni favorevoli all'esercizio dell'attività operativa, rendono possibile un recupero integrale della liquidità all'atto della dismissione, si prestano quindi al trasferimento diretto e di conseguenza, ove occorrer possa, anche in garanzia.

È possibile distinguere tre tipologie di partecipazioni a seconda della funzione rivestita nell'economia di un'azienda, con ripercussioni anche sulla scelta del metodo di valutazione in bilancio, come si vedrà nei paragrafi che seguono. Innanzitutto quelle detenute per conseguire il controllo e la direzione imprenditoriale della partecipata, sulla base nella maggior parte dei casi della maggioranza dei diritti di voto. Altra fattispecie è rappresentata dai titoli posseduti per conseguire determinate opportunità di natura contrattuale o legate allo svolgimento della gestione, a volte in concomitanza con obiettivi di remunerazione.

Infine vi sono i valori deputati precipuamente a offrire un rendimento finanziario di lungo periodo legato alla perce-

zione dei dividendi, in un'ottica speculativa. Sotto questo profilo, peraltro, la casistica si arricchisce in parallelo anche degli investimenti a breve termine in valori mobiliari, generalmente quotati, per lucrare una plusvalenza tra prezzo di vendita e di acquisto.

Dal punto di vista della disciplina legislativa per la redazione del bilancio d'esercizio giova ricordare che lo schema di stato patrimoniale riportato dall'articolo 2424 del codice civile contempla le partecipazioni in società controllate, collegate, controllanti o altre imprese sia nel gruppo B) "Immobilizzazioni", nella categoria delle "Immobilizzazioni finanziarie", sia nell'area C) "Attivo circolante", classe delle "Attività finanziarie".

La scelta viene guidata dal successivo articolo 2424 bis comma 1, che definisce immobilizzazioni in genere quei beni destinati a essere durevolmente impiegati nell'impresa. A questo proposito il nuovo principio contabile nazionale OIC 21 "Partecipazioni e azioni proprie" chiarisce ai punti 7 e 8 che assume prioritario rilievo, nel caso dei titoli, la volontà dell'organo amministrativo (*management intent*) e la capacità dell'azienda di mantenere l'*asset* in portafoglio in armonia con i propri equilibri economici, finanziari e patrimoniali.

Va poi segnalato che per le partecipazioni di entità non inferiore ad 1/5 del capitale sociale, o 1/10 per quelle quotate, l'articolo 2424 bis al comma 2 pone una presunzione relativa di qualificazione in "Immobilizzazioni".

Non sempre, tuttavia, l'ammontare del pacchetto partecipativo denota un investimento durevole (come anche, per converso, minori percentuali possono celare motivazioni strategiche), e in tal caso occorre dimostrare che non ricorre l'ipotesi normativa formulata.

Per quanto attiene ai criteri di valutazione delle partecipazioni in bilancio, la disciplina civilistica all'articolo 2426 numeri 1), 3) e 4) ne contempla due: uno che è quello del costo di acquisizione, generale per tutte le immobilizzazioni, l'altro denominato "metodo del patrimonio netto" o *equity method*, applicabile in caso di partecipazione in imprese controllate e collegate.

01. Studio Palmeri Commercialisti Associati. Si ringrazia il Dott. Daniele Rinolfi per il fattivo contributo alla stesura del presente articolo.

L'articolo 2359 stabilisce che sono società controllate quelle nelle quali si dispone della maggioranza assoluta dei voti o si esercita comunque un'influenza dominante, anche in virtù di particolari rapporti contrattuali, mentre sono collegate se ricorre un'influenza notevole, presunta dal possesso di 1/5 del capitale sociale o 1/10 per i titoli quotati.

Di seguito ci si sofferma su ciascuna delle due metodologie di valutazione richiamate, descrivendo le rispettive modalità e i riflessi prospettici sul sistema dei valori di bilancio.

Peraltro è opportuno sottolineare che il cambiamento di principi valutativi soggiace al vincolo posto dall'ultimo comma dell'articolo 2423 bis del codice civile, che per tutelare la comparabilità temporale e spaziale dei bilanci richiede il verificarsi di casi eccezionali, da illustrare approfonditamente in nota integrativa.

In ogni caso, come chiarisce il principio contabile OIC 29 dall'articolata intestazione "Cambiamenti di principi contabili, cambiamenti di stime contabili, correzioni di errori, eventi e operazioni straordinarie, fatti intervenuti dopo la chiusura dell'esercizio", al punto 10), la deroga in oggetto è consentita se favorisce una più fedele rappresentazione dei fatti gestionali in bilancio.

## 2. Il criterio del costo storico rettificato

### 2.1 Disciplina

Dal momento che le partecipazioni possono essere acquistate da terzi o assunte per sottoscrizione dei titoli della società emittente, possiamo tradurre in modo conforme il riferimento dettato dall'articolo 2426 numero 1) del codice civile per tutte le categorie di immobilizzazioni al "costo di acquisto o di produzione".

Il nodo principale del presente metodo è rappresentato dalla stima delle eventuali perdite durevoli di valore, di cui al successivo numero 3) della citata disposizione, con associati i conseguenti ripristini in caso di risoluzione delle cause generatrici.

La comprensibile stringatezza adottata dal legislatore può essere supplita dal contenuto dei principi contabili, che come noto svolgono una funzione integrativa e interpretativa della disciplina normativa.

In particolare, tale compito di raccordo viene fatto risalire al principio generale della correttezza, sancito dall'articolo 2423 del codice civile, che insieme a quelli della verità e della chiarezza costituisce l'impalcatura di base in tema di redazione del bilancio d'esercizio.

Si deve sin d'ora avvertire che non risulta chiaro se il richiamo in parola sia rivolto esclusivamente ai principi contabili nazionali, ovvero se il suddetto ruolo possa essere rivestito all'occorrenza anche dalle regole tecniche internazionali.

Ad esempio la prima fonte consultabile rappresentata dal già menzionato OIC 21 detta direttive generali sull'argomento delle perdite durevoli di valore delle partecipazioni, mentre lo IAS 36 intitolato "Riduzione di valore delle attività" propone anche una metodica numerica.

In merito al concetto di perdita durevole di valore, la prima riflessione da svolgere trae invece spunto proprio tra le righe del testo legislativo.

Infatti, l'articolo 2426 numero 3) secondo capoverso del codice civile stabilisce l'obbligo per le partecipazioni in controllate o collegate di motivare la differenza tra il costo di acquisizione e la corrispondente frazione del patrimonio netto della consociata (in assenza di bilancio consolidato), o rispetto alla dimensione assunta dal capitale proprio in applicazione dell'*equity method* (in presenza di bilancio consolidato, quindi un parametro in certi casi già elaborato dalla *holding*).

Da ciò attenta dottrina ha segnalato che la svalutazione di queste partecipazioni, qualora il differenziale richiamato risulti privo di significato economico, appare inevitabile sino alla soglia corrispondente alla percentuale del capitale netto posseduto, secondo una delle due configurazioni previste.

Ulteriori eventuali riduzioni, infatti, non sembrerebbero esplicitate vista la mancanza del dovere di motivazione, mentre diminuzioni del valore di ammontare inferiore non sono giustificate dal tenore letterale della norma.

Passando all'analisi del contenuto del principio contabile nazionale, la verifica richiesta ai redattori dei bilanci verte sulla reversibilità nel breve periodo delle cause sottostanti lo stato di involuzione della partecipata in odore di svalutazione.

Infatti, le regole tecniche dell'OIC 21 si soffermano soprattutto sulla disamina dell'equilibrio economico deteriorato dell'area operativa, dove come noto si annidano spesso stati di crisi strutturali capaci di sollevare dubbi sulla prospettiva della continuità aziendale.

Il valutatore viene allora indirizzato verso un'indagine interna rivolta soprattutto all'interpretazione dei fattori che impediscono il conseguimento del *break even point*, o in altri casi alla ponderazione di una situazione di illiquidità con naturali ripercussioni anche sulla gestione produttiva; ovvero in direzione esterna per interrogarsi sullo stato del ciclo di vita dei prodotti o servizi immessi sul mercato, anche alla luce delle regolamentazioni amministrative vigenti.

Per le partecipate quotate un ribasso consolidato dei corsi di borsa rappresenta un sintomo significativo da testare per l'individuazione dell'eventuale perdita durevole di valore, mentre in caso di *start-up* si raccomanda una particolare tolleranza nel primo esercizio di attività.

In ogni caso, il dubbio sollevato dall'identificazione di alcuni fattori promozionali della svalutazione deve essere dissipato mediante la consultazione di piani aziendali adottati dagli organi societari che predispongano misure idonee e realizzabili per un *turnaround* nel breve periodo.

Come sopra anticipato, lo IAS 36 offre una strumentazione matematica per un check sul valore di una partecipazione, nell'ambito dell'*impairment test* previsto per una serie di elementi dell'attivo patrimoniale.

Certamente anche questo riferimento, come si chiarirà fra breve, lascia ampio spazio alla discrezionalità del redattore del bilancio.

Le condizioni poste dalla lettura congiunta con gli altri principi contabili IAS 39, IAS 27, IAS 28 e IAS 31 (ad esempio redazione del bilancio d'esercizio separato, oltre a quello consolidato, da parte della controllante, assenza di accordi contrattuali con altri soci nelle partecipazioni minoritarie) depongono a favore di un'applicazione molto estesa del procedimento in oggetto ai titoli partecipativi.

In via preliminare il documento internazionale in esame richiede un giudizio di natura qualitativa, monitorando gli andamenti macroeconomici e la congruità dei saldi espressi nel bilancio della partecipante rispetto alle *performances* gestionali della partecipata, teso alla ricerca di eventuali segnali premonitori di una diminuzione durevole. In presenza di un responso sfavorevole, la stima del valore recuperabile dell'impresa partecipata, da confrontare con l'iscrizione contabile del pacchetto di quote o azioni detenute dalla partecipante, è orientata al maggiore tra il prezzo presumibile di realizzo o *fair value* e il valore d'uso, determinato in base all'attualizzazione dei flussi finanziari netti prospettici, secondo le *assumptions* temporali che si ritengono corrette per il caso affrontato.

Si deve ritenere che i principi contabili internazionali possano trovare spazio applicativo nell'integrazione e interpretazione delle regole giuridiche nazionali in tema di bilancio, affiancando con un ruolo complementare le norme tecniche interne.

Ciò vale soprattutto per gli IAS-IFRS, considerata la loro diffusione nell'ambito dell'unione europea previa omologazione operata da appositi enti specializzati, la finalità perseguita dell'armonizzazione contabile, la partecipazione di esponenti nazionali agli organismi emittenti e di supporto, l'obbligatorietà in materia di bilanci consolidati nei paesi aderenti e lo scenario di globalizzazione oramai dominante.

## 2.2 Riflessi in bilancio

In caso di adozione del metodo del costo per la valutazione delle partecipazioni la prima conseguenza che risalta sul piano contabile è una tendenziale stabilità dell'importo iscritto nell'attivo.

Infatti, si è ampiamente chiarito nel precedente paragrafo che una svalutazione del valore di carico dell'immobilizzazione dovrebbe essere diffusamente giustificata dal deterioramento degli equilibri aziendali della società partecipata, in primo luogo quelli attinenti all'area operativa.

Quindi, considerata la discrezionalità accordata al redattore del bilancio in particolare su questa tematica e la prassi professionale che appare piuttosto restia a operare riduzioni in imprese spesso accomunate dallo stesso soggetto economico, sembra quasi che le misure suggerite da un *impairment test* su basi numeriche o qualitative risultino confinate a quelle situazioni di incipiente decessione.

In tali casi, peraltro, le procedure stragiudiziali o giudiziali di composizione della crisi circoscriveranno la perdita sofferta dalla partecipante in misura precisa.

Dietro questo atteggiamento degli operatori si cela probabilmente anche la preoccupazione del gravame fiscale da

sopportare e l'incertezza nel rilevare il corrispondente credito per imposte anticipate, visto che in base alle vigenti disposizioni del Tuir la svalutazione volontaria della partecipazione non risulta deducibile.

Non sembrano poi consentite dal criterio in parola rivalutazioni mirate, al di là delle ipotesi di ripristino di precedenti riduzioni di valore dipendenti invero da circostanze non troppo frequenti.

A questo proposito, si potrebbe in astratto invocare in taluni casi l'applicazione della deroga obbligatoria alle disposizioni civilistiche sul bilancio d'esercizio contemplata dall'articolo 2423 comma 4 del codice civile, mirante ad assicurare una rappresentazione veritiera e corretta, ed esprimere una stima più spregiudicata degli *asset* in discorso orientata, magari, dal capitale economico della partecipata. Non risultano, tuttavia, precedenti giurisprudenziali o correnti dottrinarie aperte a tale soluzione.

In definitiva il criterio del costo rettificato, ancorché caratterizzato da una indiscussa oggettività e rispetto del principio redazionale della prudenza, appare molte volte incongruo per attribuire una corretta misura numerica a beni di secondo grado quali quelli in oggetto, che risentono di continue oscillazioni di valore collegate alle vicende gestionali della società emittente i titoli posseduti.

L'affermazione pare peraltro non risentire delle diverse tipologie di partecipazioni che sono state individuate nel precedente paragrafo 1.

## 3. Il criterio del patrimonio netto

### 3.1 Disciplina

Il metodo in parola è applicabile alle partecipazioni in società controllate o collegate, possedute direttamente o attraverso altre imprese, come già anticipato nel paragrafo iniziale.

La finalità del procedimento è di rappresentare pedissequamente nella corrispondente posta dell'attivo di stato patrimoniale della partecipante la consistenza assunta dalla percentuale del patrimonio netto della partecipata, rettificato con gli aggiustamenti previsti in caso di bilancio consolidato.

Peraltro, punto cardine del criterio è che soltanto le diminuzioni di valore incidono effettivamente tra le componenti negative del conto economico, mentre le rivalutazioni pur anch'esse allocate tra i ricavi della specifica area D) "Rettifiche di valore di attività finanziarie" devono poi essere accantonate per l'importo relativo in apposita riserva non distribuibile in sede di approvazione del bilancio.

All'atto dell'iscrizione iniziale della partecipazione in contabilità, il principio contabile OIC 17 "Bilancio consolidato e metodo del patrimonio netto" richiede l'analisi economica dell'eventuale differenza tra costo sostenuto e corrispondente percentuale del netto della consociata.

Nel caso di eccedenza del prezzo pagato, l'organo amministrativo deve interpretare se il differenziale sia riconducibile ad elementi dell'attivo che presentino valori correnti superiori ai rispettivi saldi contabili, o viceversa in caso di passività, ad avviamento individuando i relativi

presupposti o ancora se si è concluso un "cattivo affare", con conseguente contabilizzazione di un onere straordinario.

Si noti che qualora l'analisi richiesta deponga a favore dell'imputazione a voci dell'attivo non viene eseguito alcun giroconto contabile, conservando quindi memoria al di fuori della contabilità generale, e valutando peraltro se inserire appositi fondi per la fiscalità differita.

Eventuali ammortamenti da calcolare in esercizi successivi sui suddetti plusvalori (ad esempio per l'avviamento), quindi, verranno rivolti in modo anomalo alla voce della partecipazione.

Viceversa in ipotesi di patrimonio netto di pertinenza superiore al costo sostenuto si può girare la differenza a riserva, qualora si ritenga ragionevolmente acquisita all'economia della partecipante, oppure attendere il maturarsi di perdite temute da memorizzare extra-contabilmente.

Per quanto concerne le rettifiche da apportare ai valori delle società interessate, si tratta dei medesimi interventi caratteristici del bilancio consolidato diffusamente illustrati dall'OIC 17.

In particolare, quindi, si deve innanzitutto accertare la corrispondenza tra le date di chiusura dei bilanci di esercizio delle due consociate, con un periodo di tolleranza fissato dal documento in oggetto in tre mesi.

Di seguito occorre verificare, in via preliminare, che entrambe le imprese abbiano rispettato i criteri legali e le regole tecniche nella rilevazione ed esposizione in bilancio dei fatti gestionali, adottando inoltre gli stessi metodi di valutazione.

Devono poi essere elisi gli utili interni derivanti da operazioni intercorse tra le due *legal entity*.

Tipici esempi sono rappresentati da vendite di prodotti dalla partecipante alla partecipata e sospesi tra le rimanenze finali di questa società, o plusvalenze per cessioni di beni ammortizzabili.

L'assunto di base è che occorre eliminare tutti quei componenti economici che non possono considerarsi definitivamente conseguiti per il gruppo costituito dalla partecipante e dalla controllata o collegata.

Questa fase può essere omessa solo qualora eccessivamente onerosa e in rapporto a operazioni di scarso rilievo, ricorrenti tra le due imprese e concluse a normali condizioni di mercato.

Ultima tipologia di rettifica consegue all'identificazione di eventuali plusvalori nel valore di iscrizione della partecipazione da assoggettare ad ammortamento sistematico, come sopra precisato. Si noti che il metodo in oggetto recepisce qualsiasi variazione intervenuta nel capitale netto della partecipata, anche se in esito a operazioni di puro contenuto patrimoniale come ad esempio rivalutazioni, nuovi apporti dall'esterno, conversione di passività in mezzi propri. Nel qual caso, come previsto dai principi contabili, la variazione deve transitare solo nel patrimonio netto della società partecipante.

Il principio contabile dedicato all'argomento chiarisce poi che, oltre alle svalutazioni risultanti dall'applicazione del presente criterio, occorre rilevare eventuali perdite du-

revoli di valore qualora ricorrano le motivazioni commentate al paragrafo 2.1.

Infine, è utile soffermarsi seppur in breve sugli accorgimenti da seguire in caso di cambiamento della metodologia valutativa seguita, fattispecie disciplinata dal principio contabile OIC 29.

La regola raccomandata, ove risulti tecnicamente possibile e senza eccessiva onerosità, è di rilevare retroattivamente gli effetti del mutamento intervenuto, come se si fosse sempre applicato il nuovo metodo.

Il risultato economico cumulato determinato all'inizio dell'esercizio in cui viene operata la variazione viene contabilizzato tra i proventi o oneri straordinari.

In presenza degli impedimenti ricordati, ad esempio documentali, è inevitabile seguire invece l'approccio alternativo di tipo prospettico.

### 3.2 Riflessi in bilancio

L'applicazione dell'*equity method* produce gli effetti di un consolidamento sintetico, e quindi una sorta di unione tra i due sistemi di valori contabili delle società coinvolte benché più stemperata rispetto all'aggregazione integrale.

Mediante l'eliminazione degli utili interni, in particolare, il risultato della valutazione in discorso tenderebbe a una misura più contenuta rispetto al calcolo della mera percentuale corrispondente del patrimonio netto della partecipata.

In generale sembra rappresentare in modo più fedele e aggiornato la stima da attribuire alla partecipazione interessata, rispetto alla metodologia del costo rettificato.

Tuttavia i principi contabili nazionali, nelle versioni riviste con effetto dai bilanci chiusi a partire dal 31/12/2014, hanno abbandonato la predilezione per il presente metodo rispetto a quello alternativo.

Si noti che sono stati prontamente rimossi dal legislatore gli ostacoli di natura fiscale paventati dalla Commissione D'Alessandro nella predisposizione dello schema di legge delegata di recepimento della IV Direttiva dell'Unione europea, dovuti all'imponibilità delle plusvalenze iscritte.

Al momento quindi, come confermato dalla lettura del combinato disposto dell'articolo 86 comma 1 del Tuir sulle plusvalenze imponibili e del successivo articolo 101 comma 3 sulle svalutazioni conseguenti all'applicazione del presente metodo, il criterio gode di una perfetta neutralità fiscale.

Nello specifico, il pregio della valutazione condotta con l'*equity method* sembra proprio quello di rappresentare nel bilancio della *holding* gli effetti, mutevoli nel tempo, della congiunzione duratura conseguente al legame partecipativo.

Si potrebbe quindi asserire che il criterio risulta tanto più attendibile quanto più integrate si presentino le gestioni delle due imprese, evocando la seconda categoria di titoli partecipativi immobilizzati richiamata nel paragrafo 1.

Indubbiamente, tuttavia, alcuni aspetti sinergici, intangibili e di ordine qualitativo (più che quantitativo) caratterizzanti le partecipazioni originate da questi fattori potrebbero non essere colti appieno né dal metodo in discorso né, ancor più, da quello generale.

Infatti in questi casi è spesso lecito attendersi, in condizioni fisiologiche, benefici economici indiretti per la società che possiede le quote o azioni, invero sfuggenti a un'attendibile misurazione.

#### 4. Un caso concreto

Si presenta ora un esempio, tratto da un caso reale, di passaggio dal criterio di valutazione del costo rettificato a quello del patrimonio netto, con analisi delle ripercussioni sui principali indici segnalateci di bilancio.

Una società per azioni che esercita attività di commercio prevalentemente all'ingrosso possiede da tempo una partecipazione di collegamento in un'altra S.p.a. che svolge attività di trasporto, stoccaggio e logistica in genere, sia per la consociata sia verso terzi. Sembra quindi trattarsi di un legame partecipativo del secondo tipo tra quelli delineati nel paragrafo 1.

Alle soglie dell'elaborazione del progetto di bilancio al 31/12/2013 viene deciso il cambiamento del metodo di

STATO PATRIMONIALE			
ATTIVO	2014	2013	2012
<b>B) Immobilizzazioni</b>			
I- Immobilizzazioni immateriali nette	445.727	494.138	534.041
II- Immobilizzazioni materiali nette	30.307.983	31.058.871	31.872.856
III- Immobilizzazioni finanziarie	8.658.413	9.071.033	4.427.613
<b>Totale Immobilizzazioni</b>	<b>39.412.123</b>	<b>40.624.042</b>	<b>36.834.511</b>
<b>C) Attivo circolante</b>			
I- Rimanenze	23.510.863	25.396.805	28.081.759
II- Crediti			
esigibili entro l'esercizio successivo	16.458.247	18.046.357	17.813.258
esigibili oltre l'esercizio successivo			
Totale crediti	16.458.247	18.046.357	17.813.258
IV- Disponibilità liquide	419.171	358.963	144.941
<b>Totale Attivo circolante</b>	<b>40.388.280</b>	<b>43.802.124</b>	<b>46.039.958</b>
<b>D) Ratei e risconti</b>			
<b>Totale Ratei e risconti</b>	<b>263.692</b>	<b>325.812</b>	<b>307.424</b>
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>80.064.095</b>	<b>84.751.978</b>	<b>83.181.893</b>
<b>PASSIVO NETTO</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>
<b>A) Patrimonio netto</b>			
I- Capitale sociale	15.333.333	15.333.333	14.666.667
III- Riserva di rivalutazione	14.152.919	14.152.919	16.554.816
IV- Riserva legale	421.089	421.089	421.089
VII- Altre riserve	3.491.325	262.969	262.970
IX- Utile (perdita) dell'esercizio	(176.818)	3.228.355	(2.401.899)
<b>Totale Patrimonio netto</b>	<b>33.221.849</b>	<b>33.398.666</b>	<b>29.503.643</b>
<b>B) Fondi per rischi e oneri</b>			
<b>Totale Fondi per rischi e oneri</b>	<b>147.698</b>	<b>149.311</b>	<b>153.611</b>
<b>C) Trattamento di fine rapporto lav. sub.</b>			
<b>Totale Trattamento di fine rapporto lav. sub.</b>	<b>928.309</b>	<b>939.881</b>	<b>971.069</b>
<b>D) Debiti</b>			
esigibili entro l'esercizio successivo	29.647.046	32.387.073	32.920.043
esigibili oltre l'esercizio successivo	15.426.667	17.142.667	18.857.143
<b>Totale Debiti</b>	<b>45.073.713</b>	<b>49.529.739</b>	<b>51.777.186</b>
<b>E) Ratei e risconti</b>			
<b>Totale Ratei e risconti</b>	<b>692.526</b>	<b>734.380</b>	<b>776.383</b>
<b>TOTALE PASSIVO NETTO</b>	<b>80.064.095</b>	<b>84.751.978</b>	<b>83.181.893</b>

valutazione della partecipazione in oggetto. La principale motivazione addotta, come si legge nella nota integrativa, è la decadenza a partire dall'esercizio precedente dall'obbligo di redigere il bilancio consolidato, venendo così a mancare una preziosa fonte informativa in grado di rappresentare compiutamente, tra l'altro, l'integrazione esistente tra le due società.

CONTO ECONOMICO	2014	2013	2012
<b>A) Valore della produzione</b>			
1) ricavi da vendite, prodotti e prestazioni	54.503.402	54.645.526	58.131.555
2) variazioni delle rimanenze di prodotti, sem.	(1.935.217)	(2.665.123)	(2.521.853)
4) incrementi di immobilizz. per lavori interni			6.482
5) altri ricavi e proventi	593.935	488.597	394.625
<b>Totale Valore della produzione</b>	<b>53.162.120</b>	<b>52.469.000</b>	<b>56.101.809</b>
<b>B) Costi della produzione</b>			
6) per materie prime, sussidiarie, merci	38.901.646	38.720.076	41.789.426
7) per servizi	6.716.313	7.039.258	7.816.309
8) per godimento di beni di terzi	558.297	613.590	840.007
9) per il personale	3.945.169	4.333.735	4.492.857
10) ammortamenti e svalutazioni	1.200.551	1.526.734	1.354.443
11) variazioni delle rimanenze di materie, merci	12.402	(599)	6.093
13) altri accantonamenti			20.000
14) oneri diversi di gestione	557.891	593.633	632.697
<b>Totale Costi di Produzione</b>	<b>51.892.269</b>	<b>52.826.428</b>	<b>56.951.779</b>
<b>Differenza valore e costi della produzione</b>	<b>1.269.851</b>	<b>(357.428)</b>	<b>(940.969)</b>
<b>C) Proventi e oneri finanziari</b>			
15) provenienti da partecipazioni	144	24.412	11.267
16) altri proventi finanziari	481.254	585.201	649.046
17) interessi e altri oneri finanziari	1.947.830	2.001.050	2.406.739
17-bis) utili e perdite su cambi	(46.373)	14.482	63.723
<b>Totale Proventi e oneri finanziari</b>	<b>(1.512.805)</b>	<b>(1.376.955)</b>	<b>(1.682.703)</b>
<b>D) Rettifiche di valore di attività finanziarie</b>			
19) svalutazioni	74.087	53.627	
<b>Totale Rettifiche di valore di attività finanz.</b>	<b>(74.087)</b>	<b>(53.627)</b>	
<b>E) Proventi e oneri straordinari</b>			
20) provenienti	390.520	5.157.669	282.004
21) oneri	16.704	13.580	39.277
<b>Totale delle partite straordinarie</b>	<b>373.816</b>	<b>5.144.089</b>	<b>242.727</b>
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>56.775</b>	<b>3.356.079</b>	<b>(2.380.945)</b>
22) imposte dell'esercizio, correnti, diff. e anticip.	233.593	127.724	20.953
<b>21) Utile (perdita) dell'esercizio</b>	<b>(176.818)</b>	<b>3.228.355</b>	<b>(2.401.899)</b>

Si ritiene utile presentare, con dati opportunamente adattati, lo stato patrimoniale e il conto economico del periodo 2013 interessato dalla modifica del criterio, e quelli degli esercizi precedente e successivo, così da apprezzare in un'ottica dinamica gli effetti prodotti dalla decisione sugli equilibri di bilancio.

Passiamo ora a esaminare le variazioni registrate in alcuni indici significativi di bilancio, di natura patrimoniale e economica.

#### Grado di patrimonializzazione: Patrimonio netto/Totale fonti

Il rapporto in discorso registra un incremento dal 35% del 2012, quindi prima del cambiamento del criterio di valutazione, al 39% del 2013, mentre nel 2014 si determina un

assestamento al 41% dovuto soprattutto alla contrazione del totale impieghi e fonti per un'accorta politica di gestione del capitale circolante.

In ogni caso l'utile del 2013, che supera i 3 milioni grazie al provento straordinario di circa 5 milioni relativo alla plusvalenza iscritta sulla partecipazione in oggetto determinata retroattivamente dall'inizio del possesso, consente di rappresentare un rafforzamento patrimoniale, benché senza immissione corrispondente di risorse finanziarie ma dovuto a una stima più aderente alle attuali relazioni gestionali intercorrenti tra le due imprese.

L'indicatore risente peraltro positivamente anche della strategia adottata di aumento reale graduale dei mezzi propri mediante il progressivo incremento del capitale sociale.

Nel 2014 la modifica del criterio non determina ulteriori effetti, in quanto l'utile del periodo precedente rimane ancorato all'economia della partecipante mediante l'accantonamento obbligatorio alla riserva non distribuibile.

#### **Grado di rigidità dell'attivo:**

##### **Attivo immobilizzato/Totale attivo**

È lecito attendersi un incremento di questo indice di bilancio, in corrispondenza dell'aumento dell'attivo immobilizzato. Infatti il rapporto esprime il valore del 44% nel 2012, del 48% nel 2013 e del 49% nel 2014.

Viene quindi segnalato che i ritorni monetari degli impieghi attraverso il ciclo produttivo tenderanno a dilatarsi nell'ampio orizzonte temporale che caratterizza gli investimenti durevoli, tra i quali vanno anche annoverati quelle parti di attivo circolante costanti in ogni esercizio (ad esempio "la scorta di allarme" tra le rimanenze finali).

Non dovrebbero registrarsi scompensi, d'altra parte, nella necessaria proporzione tra fonti durevoli e attività fisse, visto il contestuale aumento già sottolineato del patrimonio netto.

#### **Return on investments - Roe:**

##### **Reddito d'esercizio/Patrimonio netto**

Nel triennio considerato l'unico esercizio che espone un utile netto è proprio quello caratterizzato dall'iscrizione della plusvalenza per il cambio di criterio di valutazione.

Nel 2013 il Roe raggiunge l'interessante livello del 9,7%, mentre negli altri due periodi è ovviamente negativo.

Si rammenta che l'indicatore in parola è scomponibile nel prodotto tra il Roi (reddito operativo/totale attivo), il grado di copertura degli impieghi con i mezzi propri (totale attivo/patrimonio netto) e l'incidenza delle extra-gestioni sul reddito caratteristico (reddito netto/reddito operativo).

Nell'annualità in esame è evidente che la *performance* dipende dall'ultimo fattore moltiplicativo.

Gli studiosi suggeriscono di concentrare l'analisi economica al livello della gestione tipica, vero pilastro della redditività a lungo termine, anche attraverso la dinamica del Roi.

In quest'ottica la Differenza tra Valore e Costi della produzione, margine che si avvicina a quello ricordato dell'area caratteristica, assume segno positivo solo nel 2014, con un Roi piuttosto risicato di circa l'1,5%.

## **4. Conclusioni**

Dalla trattazione precedente dovrebbe essere emerso che il metodo del patrimonio netto per la valutazione delle partecipazioni in società controllate o collegate si rivela particolarmente rispettoso del principio redazionale della competenza economica, oltre che di quello della prudenza.

Infatti, l'asset viene convertito in ogni esercizio al valore corrispondente alla frazione di patrimonio netto posseduto nella consociata, peraltro accantonando gli eventuali proventi in una riserva non distribuibile.

Su questa problematica non si rivelano di particolare utilità nemmeno i riferimenti agli eventuali corsi di mercati quotati, o a prezzi di transazioni avvenute concernenti i titoli della stessa società o di imprese similari.

Infatti tali corrispettivi non possono considerarsi espressivi del contributo fornito dalla partecipazione all'economicità della partecipante, in tutte e tre le categorie evidenziate nel paragrafo iniziale.

Diverso spessore assumerebbero invece nella valutazione di quote o azioni dell'Attivo circolante, soprattutto nell'imminenza di una cessione.

Infine, ci si interroga se un ragguglio al valore economico della partecipata deve ritenersi rappresentativo del concorso di queste immobilizzazioni alla misura del reddito d'esercizio e del capitale di funzionamento, sebbene si è segnalato nel precedente paragrafo 2.1 che il principio contabile IAS 36 suggerisce tra i termini di confronto per l'eventuale svalutazione proprio una stima dell'azienda partecipata, fondata su una metodologia finanziaria.



# LA CRESCITA È NELLE TUE MANI.

DA OLTRE 130 ANNI INSIEME PER IL TERRITORIO.

Crea il tuo futuro. Puoi farlo con noi.

Da sempre siamo guidati da un senso di responsabilità sociale, per creare un valore economico che è basato sul rapporto costante con imprese e famiglie. Un valore economico finalizzato alla stabilità del contesto territoriale.

Siamo così riusciti a costruire un patrimonio di fiducia che ha permesso lo sviluppo della nostra terra, proprio sapendo che la crescita è nelle mani di chi, come te, investe nel domani.

MAGGIORINO AGENCY

#nелletuemani



bppb.it



**BANCA POPOLARE  
DI PUGLIA E BASILICATA**  
DAL 1883





# AUGMENTUM

discovering value

AUGMENTUM affianca talenti fortemente motivati e competenti, nello sviluppo di idee innovative d'impresa accelerandone la realizzazione. Con le proprie esperienze e con il proprio network contribuisce alla crescita professionale del team, alla costruzione del modello di business ed alla efficace esecuzione delle attività necessarie per assicurarne il successo.



[www.augmentum.it](http://www.augmentum.it)



# Rubrica: pratica professionale



Monica Vitali

# LO STATO PATRIMONIALE NEL CONTROLLO DI GESTIONE

Gli indicatori da tenere monitorati nell'ambito del controllo di gestione dovrebbero riguardare i principali parametri economico-finanziari, anche per le imprese di piccola-media dimensione. Eppure, nella realtà per gran parte delle aziende italiane, il controllo di gestione viene identificato con il mero controllo dei costi di produzione di beni o servizi, o con il calcolo di prezzi e margini, dimenticando spesso l'aspetto patrimoniale.

Mentre la finanza negli ultimi anni ha assunto un ruolo centrale nella gestione delle imprese guadagnano un proprio spazio, lo Stato Patrimoniale, meno intuitivo e meno conosciuto dai non addetti ai lavori, non sempre trova un equo riscontro e di conseguenza non viene adeguatamente monitorato nell'ambito dei controlli infrannuali.

Vediamo di analizzare i limiti di questo approccio, partendo da come e per quali motivi si è diffuso questo pensiero, sino ad arrivare alle specificità dello Stato Patrimoniale nelle aziende commerciali.

## IL "SISTEMA PATRIMONIALE" E IL "SISTEMA DEL REDDITO"

La nostra analisi parte da lontano alla ricerca delle cause che nel tempo hanno portato a relegare lo Stato Patrimoniale e il suo oggetto di osservazione, il patrimonio aziendale, in una posizione di secondo piano rispetto al reddito aziendale.

All'inizio del secolo scorso sono nati i primi **SISTEMI** con i quali si tengono le scritture contabili, ovvero quell'insieme di registrazioni che hanno come riferimento un determinato oggetto.

I due principali sistemi che si sono svi-

luppati nella storia sono: il **Sistema Patrimoniale** e il **Sistema del reddito**.

Il Sistema del reddito, sviluppato negli anni '30 da Gino Zappa, è quello che utilizziamo tuttora e che tutti conosciamo, dando a volte per scontato che possa essere l'unico esistente.

In realtà antecedente a quello attuale è il Sistema Patrimoniale, impostato da uno dei più grandi studiosi di ragioneria, Fabio Besta, fra la fine dell'800 e gli inizi del '900.

Il Sistema Patrimoniale è costituito dall'insieme delle scritture, fra loro coordinate e collegate, che hanno per oggetto il patrimonio dell'azienda e ne rilevano i mutamenti. Prende come riferimento i "fondi" del patrimonio e, partendo dall'inizio dell'esercizio, dopo aumenti e diminuzioni giunge al valore finale al termine dell'anno.

La particolarità di tale sistema è che calcola i risultati economici parziali sulle singole operazioni o sui gruppi di operazioni aziendali, determinando l'utile o la perdita su merci, imballaggi, titoli, cambi, ecc... L'utile (o la perdita) di esercizio complessiva diventa pertanto la somma algebrica di una serie di incrementi e decrementi subiti dal netto patrimoniale in conseguenza dei fatti della gestione.

Secondo Besta, il nucleo centrale dell'azienda era quindi il patrimonio, e l'obiettivo dell'azienda era il suo incremento.

Tuttavia con la rivoluzione industriale il centro di interesse delle moderne società per azioni è diventato il reddito prodotto e distribuibile.

Il valore dell'impresa non era più spiegato dal patrimonio bensì dal reddito, inteso come risultato della correlazio-

ne fra ricavi e costi dell'esercizio economico. Non si escludeva il patrimonio dalla valutazione dell'azienda, ma la differenza era l'attribuzione dell'importanza.

Il Sistema del reddito ha preso il sopravvento anche perché era più semplice e immediato. Il Sistema Patrimoniale si adattava bene alle aziende di tipo agricolo-artigianale tipiche di un'economia chiusa, aziende con una combinazione produttiva di dimensioni medie e costituite sotto forma di aziende individuali o società con un numero ridotto di soci. Ma con lo sviluppo dei mercati e la crescita delle dimensioni medie e del numero di soci, il sistema patrimoniale non ha più trovato un forte utilizzo.

Un cambio di mentalità che si è protratto sino ai nostri tempi.

## IL METODO DELLA PARTITA DOPPIA

Oltre al **SISTEMA** esiste anche il **METODO** con cui si tengono le scritture contabili, ovvero l'insieme delle regole relative alla forma, all'ordine e alle modalità con cui vengono tenute le scritture. Quello più diffuso che si è imposto nel tempo è il **Metodo della partita doppia**. Con il Metodo della partita doppia ogni operazione aziendale viene esaminata secondo aspetti diversi e registrata in due o più conti, in modo che ci sia sempre l'uguaglianza fra addebitamenti e accreditamenti, favorendo il controllo della correttezza delle registrazioni.

Quando si applica il metodo della partita doppia al sistema del reddito, la gestione viene esaminata sotto due aspetti:

- uno originario, di tipo numerario (variazioni di cassa, crediti, debiti);
- uno derivato, di tipo economico, che si coglie riclassificando le variazioni numerarie.

Ma l'aspetto che viene considerato sostanziale è quello economico, dove si vede la vita del capitale e la produzione che il capitale alimenta, mentre l'aspetto numerario è considerato soltanto il mediatore di quello economico.

### I DOCUMENTI CHE COMPONGONO IL BILANCIO

Se le scritture della partita doppia sono almeno due, due sono anche i documenti che rappresentano la sintesi finale delle registrazioni della contabilità generale: lo **Stato Patrimoniale** e il **Conto Economico**.

Lo Stato Patrimoniale è il documento che fotografa la ricchezza di una società, ovvero il capitale di funzionamento alla fine di un periodo. Rappresenta un'immagine strutturata, una fotografia che ha senso se riferita a una data precisa. È il fotogramma iniziale (e finale) di un film, mentre il Conto Economico racconta il film, ovvero il resoconto delle attività economiche che si sono svolte nel periodo di riferimento, per passare dalla situazione patrimoniale iniziale a quella finale.

A questi due documenti nel tempo si è affiancato il Rendiconto Finanziario che spiega le variazioni di liquidità da un periodo a un altro, e che negli anni ha acquisito sempre più rilevanza. Mutuato dal mondo anglosassone, grazie alla crisi economica e alla conseguente necessità di tenere sotto controllo i flussi finanziari si è diffuso anche negli altri paesi sino a diventare, a partire dai bilanci del 2014, raccomandato dall'OIC (Organismo Italiano di Contabilità) per tutte le società, anche quelle non obbligate.

Anche il Rendiconto Finanziario è un documento di flusso, e trova ragione di esistere solo all'interno di due precisi riferimenti temporali. Poiché il sistema contabile che utilizziamo dà sempre evidenze di tipo economico, il Rendiconto Finanziario sarà sempre derivato matematicamente dagli altri due documenti, attraverso opportune

elaborazioni e riclassificazioni. Malgrado il procedimento indiretto e poco immediato con cui viene determinata l'analisi dei flussi finanziari, nella prassi il Rendiconto Finanziario ha surclassato le altre valutazioni legate allo Stato Patrimoniale. Questo perché, quando le aziende hanno iniziato ad accusare la difficoltà a incassare, e a capire che la vendita di per sé non era più sufficiente a garantire la prosecuzione dell'impresa, l'attenzione si è spostata sempre di più all'analisi e al governo dei flussi finanziari, con particolare riferimento al *cash flow*, ovvero al flusso di cassa.

### IL RUOLO DELLE BANCHE

Abbiamo visto che è dalla rivoluzione industriale che il centro di interesse dell'impresa è diventato il reddito, e tutte le evoluzioni contabili che si sono susseguite hanno risentito di questa impostazione. Successivamente la recente crisi ha spostato il *focus* dagli aspetti reddituali a quelli finanziari, facendo emergere in tutta la sua prepotenza i limiti di una redditività soddisfacente in presenza di una situazione di sofferenza di incasso. Eppure c'è ancora un mondo che è rimasto strettamente ancorato alle logiche patrimoniali: il mondo bancario.

Le banche continuano a considerare preponderante la solidità patrimoniale di un'impresa, e nelle elaborazioni degli indici di Basilea i parametri legati allo Stato Patrimoniale continuano ad avere il sopravvento rispetto alle dinamiche reddituali. Alla banca interessa sì l'incasso e il reddito, ma quello che interessa di più è la solidità patrimoniale che rimane il punto di riferimento, specie nel nostro paese, malgrado da più parti questo atteggiamento venga spesso criticato. Questo perché, alla peggio, la banca può sempre rivalersi sui beni di proprietà. Diventa pertanto indispensabile, specie per le società più in difficoltà ad accedere al credito, capire i *rating* che vengono attribuiti dalle banche alla solidità aziendale. Ma su questo aspetto troppe realtà sono ancora indietro, sia a livello di struttura interna, sia in termini di rapporto con il proprio commercialista o consulente di fiducia. Permane sem-

pre da parte delle imprese un'ampia difficoltà a capire e interpretare i *rating* e a dialogare con il mondo bancario. Questo perché, oltre alla mentalità prevalente reddito-centrica, ci sono anche delle difficoltà intrinseche che si porta dietro l'analisi dello Stato Patrimoniale.

Vediamo di analizzarne alcune.

### LA STATICITÀ DELLO STATO PATRIMONIALE

Innanzitutto Lo Stato Patrimoniale è un documento **STATICO**. A causa della sua fissità il monitoraggio della solidità patrimoniale di un'azienda deve essere fatto necessariamente attraverso il calcolo di margini e indici, ovvero facendo dei confronti e dei rapporti fra alcune voci patrimoniali, dopo le opportune riclassificazioni.

I **MARGINI** sono dei confronti fra gruppi omogenei di alcuni valori.

L'analisi per margini è un'analisi statica basata sullo Stato Patrimoniale riclassificato, che confronta i raggruppamenti delle voci dell'attivo e del passivo e si prefigge lo scopo di indagare la copertura degli investimenti e la rimborsabilità dei finanziamenti, con particolare enfasi su quelle che andranno a incidere sull'attitudine dell'impresa a rispettare il proprio livello di solvibilità. Quindi è un'analisi principalmente finanziaria.

Gli **INDICI** invece sono rapporti fra alcune classi di valori, e possono riguardare anche valori di Stato Patrimoniale insieme a quelli di Conto Economico. In questo caso, quando si confrontano valori di fondo e di flusso, per dare omogeneità al rapporto andrebbe fatta la media fra i valori iniziali e finali dello Stato Patrimoniale, anche se nella prassi spesso ci si limita a utilizzare solo il valore finale.

L'**Analisi per margini** e indici è un'analisi statica e istantanea, per cui l'esame immediato è poco significativo se non si procede al confronto con un sistema di dati riferiti a più bilanci di una stessa azienda. Soltanto comparando più esercizi si può effettuare un'analisi di tipo dinamico, generando un flusso informativo continuo che indica una tendenza.

Diversamente, l'**Analisi puntuale** ha

senso solo se si effettua un confronto con ordini di grandezze simili, come ad esempio i valori dei concorrenti o di società analoghe all'interno di uno stesso Gruppo.

Mentre l'**Analisi storica** è facilmente esperibile con un minimo di difficoltà, l'analisi comparata richiede l'accesso ai dati di bilancio della concorrenza, ottenibili tramite la Camera di Commercio o tramite le Associazioni di Categoria, necessariamente con tempi ritardati rispetto alle esigenze di tempestività. Il ritardo nell'accesso ai dati spesso scoraggia questo tipo di confronto, che invece fornirebbe informazioni molto interessanti sul proprio posizionamento.

Un altro modo per rendere dinamico lo Stato Patrimoniale è l'**Analisi delle variazioni** che hanno subito i valori "fondo" nel periodo. Attraverso la loro variazione (flusso) vengono dinamizzati e quindi resi più comprensibili.

Abbiamo già visto che il **Conto Economico** e Il **Rendiconto Finanziario** sono due documenti di flusso. Le grandezze che analizzano sono considerate così importanti da meritare un prospetto a parte che li interpreti in chiave dinamica (**Fig.1**).

Per gli altri elementi dello Stato Patrimoniale invece, il compito di raccontare i passaggi dal valore iniziale a quello finale è delegato alle tabelle della nota integrativa. In futuro potrebbe nascere la necessità di indagare maggiormente le dinamiche specifiche di alcuni elementi, come ad esempio tutte le singole poste del capitale netto, come accade nel bilancio consolidato. Pertanto un documento completo e complesso come lo Stato Patrimoniale per essere di reale utilità e comprensione deve essere riclassificato e vivisezionato in base all'interesse specifico relativo alle variazioni di alcuni suoi valori.

## LO SCHEMA IV DIRETTIVA CEE E I SUOI LIMITI

Ma ci sono altri elementi che rendono poco praticata l'analisi della situazione patrimoniale di un'impresa, e sono attribuibili al modello di bilancio reso obbligatorio dalla IV direttiva CEE, recepita in Italia con il D.Lgs 127/1991.

Figura 1 - Excel per il Controllo di gestione (fonte: Gianclaudio Floria)



Quando nel 1978 la CEE emanò la IV direttiva per armonizzare il contenuto del bilancio annuale e dei documenti accompagnatori, si stabilì di adottare a livello europeo un modello unico di bilancio valvole per tutte le società e per tutti gli Stati.

Il modello di Stato Patrimoniale che scaturì dalle diverse posizioni fu improntato su un criterio di tipo misto: prima di tutto destinativo-economico, e all'interno di questo su un criterio finanziario.

Il criterio destinativo-soggettivo prevede che gli elementi del patrimonio siano suddivisi sulla base della loro "destinazione" nell'attività dell'impresa. Un elemento dell'attivo viene considerato "immobilizzazione" (o meglio sarebbe stato "attivo fisso") se è destinato ad essere utilizzato durevolmente nell'impresa, mentre viene inserito nell'attivo circolante se parteciperà a un unico ciclo produttivo.

Nel passivo la distinzione è fra le passività di terzi e quelle proprie.

Questa classificazione permette con più facilità lo studio della struttura patrimoniale dell'impresa, cioè le modalità di impiego del capitale acquisito e la provenienza dello stesso. Si discosta però da quella puramente finanziaria, che si basa sulla classificazione per scadenza.

Con il criterio misto della IV direttiva succede che per i crediti che costituiscono immobilizzazioni deve essere indicato a parte l'importo esigibile entro l'esercizio, mentre per quelli inseriti nell'attivo circolante si deve speci-

care l'importo esigibile oltre l'esercizio. Se si fosse adottato un criterio finanziario ciò sarebbe stato inammissibile in quanto fra le immobilizzazioni finanziarie si sarebbero inseriti solo i crediti a medio lungo termine.

Per questa commistione lo schema obbligatorio è inadatto a un'analisi finanziaria della gestione, per la quale è necessario riclassificare le poste del bilancio tenendo distinte le poste a breve da quelle a medio lungo. Anche se i principali programmi per l'elaborazione dei bilanci hanno già degli schemi preimpostati e automatici che forniscono questa suddivisione, la confusione originale non aiuta a dare allo Stato Patrimoniale il ruolo che meriterebbe perché spesso le aziende poco strutturate si fermano alla forma obbligatoria, senza che ci sia la capacità e l'abitudine ad analizzare i dati in un formato diverso da quello consueto.

Oltretutto la IV direttiva indicava in origine due schemi di Stato Patrimoniale, uno in forma scalare e uno a sezioni contrapposte, assimilabili in termini di efficacia informativa. La Commissione italiana che ha applicato la direttiva nel nostro paese ha ritenuto opportuno adottare la forma a sezioni contrapposte perché "più simile alla nostra tradizione contabile". Ne deriva che, mentre per il Conto Economico la forma scalare è entrata nella prassi, per lo Stato Patrimoniale rimane la contrapposizione fra il "dare" e l'"avere", e le diverse riclassificazioni, che utilizzano maggiormente la forma

scalare, rimangono di lettura meno immediata, specie quelle di stampo finanziario che con il tempo hanno acquisito sempre più importanza ma che stentano ancora ad essere comprese appieno dagli imprenditori.

### LA PERIODICITÀ DEI CONTROLLI

Nelle aziende organizzate in modo evoluto i controlli periodici vanno oltre a quelli previsti dalle norme di legge, che stabiliscono la redazione del bilancio annuale. A seconda delle dimensioni aziendali e della grandezza da monitorare varia la frequenza delle verifiche: si va da quella giornaliera delle vendite, a quella mensile, trimestrale o annuale per altri parametri.

Visto che lo Stato Patrimoniale è un documento statico, può essere sufficiente monitorarlo con una frequenza inferiore rispetto ad altri valori. Tuttavia relegare il controllo una volta all'anno, ovvero al momento della chiusura contabile, può diventare pericoloso.

Le chiusure rilevanti nell'anno sono tipicamente quattro e corrispondono ai trimestri, ma normalmente quella semestrale e quella annuale sono le più importanti. Pertanto andrebbe prevista almeno una verifica semestrale sui principali indici e sui margini di struttura, impostando degli automatismi che consentano di calcolare agevolmente i valori e confrontarli con i periodi precedenti.

Tuttavia, per effettuare un'analisi in chiave finanziaria è necessario che vengano distinti i crediti e i debiti "entro" da quelli "oltre" l'esercizio, per cui un primo problema che si può porre è come considerare questi intervalli temporali all'interno dell'esercizio.

Quando si fa una verifica al 30 giugno la distinzione "oltre" 12 mesi non può essere riferita al 31 dicembre, pertanto il periodo di riferimento annuale va considerato "rolling", ovvero considerando sempre i 12 mesi successivi a prescindere dalla scadenza legale dell'esercizio. Questa è una difficoltà in più che si aggiunge, e che non sussiste per il Conto Economico, per il quale solitamente viene analizzato il progressivo rispetto al mese di analisi. Se i controlli "ex-post" spesso sono carenti, la fase di programmazione non se la passa meglio.

La redazione del budget patrimoniale è pratica scarsamente diffusa nella realtà delle imprese italiane.

Essa dovrebbe rappresentare l'ultimo atto dell'iter di formazione del *budget*, raccogliendo e riepilogando i flussi economici e finanziari, ma quest'ultimo passaggio non sempre viene compiuto. La difficoltà nasce dal fatto che è necessaria una visione di lungo periodo, e per fare questo bisogna avere chiarezza degli obiettivi che l'azienda intende conseguire in un'ottica prospettica. In assenza, molti preferiscono fermarsi al solo aspetto reddituale annuale.

### LA FIGURA DEL CONTROLLER

Le scritture obbligatorie per legge e gli schemi di bilancio obbligatori non sempre hanno garantito all'impresa e ai suoi azionisti le informazioni che servivano per fare le proprie analisi, e nel tempo è sorta l'esigenza di affiancare una gestione parallela per monitorare altri aspetti aziendali.

Già dalla fine del 1800 e i primi decenni del 1900 sono sorti sistemi di contabilità dei costi (sebbene molto grossolani) usati per determinare il costo dei prodotti finiti, considerando la manodopera diretta e le materie prime.

Con il tempo le teorie, le metodologie e le tecniche si sono evolute, ma nell'immaginario collettivo il controllo di gestione è rimasto lo strumento che permette di determinare i prezzi di vendita, partendo dall'analisi dei costi.

Ne deriva che in molte realtà il *controller* non è una figura di provenienza amministrativa, bensì una figura più tecnica con competenze di *information technology*.

Quando le necessità aziendali portano a un controllo di gestione incentrato principalmente sugli aspetti legati alla produzione (spesso senza riconciliazione fra contabilità generale e contabilità analitica), l'analisi della situazione patrimoniale viene relegata alla contabilità o, più semplicemente, al consulente esterno, senza essere vissuta o considerata come parte del controllo di gestione.

Sarebbe importante invece che venisse istruita tutta la struttura che deve leggere e interpretare i *report* di natura economica (dall'imprenditore a tutti i

*decision maker*), affinché abbia la consapevolezza che l'operatività e le decisioni che prende non impattano soltanto sui valori reddituali, ma anche sugli aspetti finanziari e patrimoniali della gestione, spesso sconosciuti perché considerati argomento tecnico per gli addetti ai lavori di difficile comprensione.

### Motivi che portano le aziende a considerare lo Stato Patrimoniale in secondo piano rispetto all'Analisi reddituale:

- mentalità imprenditoriale fondata sul reddito;
- sistema contabile incentrato sull'aspetto economico;
- complessità e staticità del documento;
- limiti degli schemi obbligatori;
- enfasi sulle riclassificazioni e dinamiche finanziarie;
- mancanza di visione prospettica di medio-lungo periodo;
- mancanza di figure interne preparate.



Guidalberto Gagliardi

# Il CFO e l'M&A: come gestire la tensione delle operazioni straordinarie

Nel 2015 le operazioni di acquisizione e fusione ("M&A") hanno raggiunto un picco a livello globale.

L'attività di compravendita aziendale ha avuto una distribuzione discreta tra le diverse aree geografiche e i vari settori<sup>1</sup>, ma l'aumento dei volumi trattati è stato ovunque evidente.

Le valutazioni delle aziende sono anch'esse tornate ad alti livelli, inflazionate dalla forte domanda di acquisizioni strategiche, dall'attività dei fondi di *private equity* e dai bassi tassi d'interesse.

In Italia, dove si sono viste alcune grandi operazioni mischiate a una miriade di piccoli *deal*, c'è una chiara tendenza verso un'ulteriore espansione dell'M&A, soprattutto con riferimento ai sempre più urgenti passaggi generazionali nelle imprese a conduzione familiare.

È quindi utile che i responsabili delle aree Amministrazione e Finanza siano consapevoli di questi eventi (relativamente) straordinari e si preparino a gestirli al meglio. I CFO che hanno esperienza di M&A notano che ogni operazione è differente e che l'onere di portarla a buon fine grava soprattutto su di loro e sull'Amministratore delegato.

In questo intervento ci concentreremo su quale possa essere il ruolo del CFO quando l'operazione di M&A ha per oggetto la cessione di un ramo, la vendita dell'intera società o la realizzazione di un'alleanza strategica<sup>2</sup>.

## IL DEAL CHAMPION

Innanzitutto il responsabile dell'area Amministrazione e Finanza dell'azienda deve tenere conto che:

- Si è in presenza di un evento straordinario che alcuni manager potrebbero non aver vissuto in precedenza<sup>3</sup>;
- l'investimento deriva da una peculiare combinazione di motivazioni strategico-industriali, finanziarie, fiscali, legali e speculative;
- le informazioni sono importanti per il potenziale acquirente in quanto su di esse baserà la propria valutazione, il proprio impianto negoziale, la decisione d'investire, il piano d'integrazione e il contratto (soprattutto nelle cosiddette "dichiarazioni e garanzie");
- le informazioni sono confidenziali e potrebbero svelare dettagli sui vantaggi competitivi aziendali (si pensi alla capacità produttiva o ai prezzi di acquisto delle materie prime);
- non sempre le persone preposte a occuparsi di tali transazioni da entrambe le parti lo fanno "per professione" e, di solito, molte di esse sono troppo specializzate settorialmente (per esempio il direttore commerciale o quello della produzione) e raramente hanno confidenza con "i numeri" e con la valutazione aziendale;
- ci si confronta con un processo impegnativo in termini di tempo e risorse economiche;
- non vi è certezza del risultato.

Occorre quindi che il CFO proponga la nomina di un "*deal champion*", cioè del soggetto che dovrà farsi gestore della transazione all'interno dell'impresa. Costui dovrà essere un *manager* esperto, dotato di una visione sistemica dell'azienda e di molta pazienza,

01. G.Gagliardi, M&A: le prospettive, Amministrazione e Finanza, 11/2015.  
 02. Il tema secondo l'ottica delle operazioni di acquisizione è trattato in M.Ghiringhelli e G.Gagliardi, I compiti e le responsabilità del CdA in un'operazione di M&A di successo, Contabilità, Finanza e Controllo, 7.2006.  
 03. G.Gagliardi, Valutare il processo di M&A, Amministrazione & Finanza, n°12/2003.

dovrà possibilmente disporre di abilità negoziali e di *project management* e, in ogni caso, dovrà poter delegare gran parte del proprio lavoro ricorrente in quanto l'operazione deve avere la priorità. Non è un caso che sovente questo ruolo sia affidato proprio al responsabile Amministrazione, Finanza e Controllo.

L'importante, affermano alcuni *manager* esperti, è che il CFO sia coinvolto appieno nel progetto, che lo consideri un suo obiettivo primario e che sappia valutare tempestivamente l'eventuale ricorso a un consulente specializzato. Diversi CFO predispongono un programma di lavoro che spesso comprende:

- la definizione della lista delle informazioni da preparare e mostrare (la cosiddetta *due diligence checklist*);
- la costruzione della *data room*;
- la gestione della *data room*;
- il confronto con la controparte sugli esiti della *due diligence*;
- la negoziazione e la revisione dei testi contrattuali;
- il supporto alla preparazione del piano d'integrazione *post deal*.

## IL GRUPPO DI LAVORO

Il *deal champion* potrebbe avere l'esigenza di appoggiarsi a un gruppo di collaboratori altrettanto dedicato al progetto che sgravi il CFO dal lavoro operativo di costruzione della *data room* e che sia di supporto ai consulenti (si veda oltre). La composizione e le dimensioni dell'unità dipenderanno dalla complessità dell'operazione. Potrebbe non servire alcun collaboratore o, all'estremo opposto, potrebbe essere necessario assemblare soggetti con competenze in area operativa, finanziaria, contabile, legale o fiscale. Il CFO deve vestirsi con i panni del potenziale investitore, cercando di prevedere cosa costui vorrebbe sapere sull'azienda per valutarla e strutturare l'operazione. La previsione delle attese altrui è comunque più complessa nelle situazioni cosiddette "d'asta" in cui inizialmente non c'è un interlocutore definito in quanto, per cercare di massimizzare la valutazione, si preferisce invitare più soggetti a manifestare interesse per la potenziale acquisizione (strategia solitamente efficace anche se parzialmente in conflitto con la

tutale della confidenzialità).

Nei limiti dell'etica, in ogni caso, le presentazioni per i possibili investitori dovrebbero evidenziare i punti di forza aziendali, possibilmente scelti in funzione delle probabili aspettative della controparte.

## PREPARATE LA DATA ROOM

Un punto critico cui prestare attenzione è la preparazione dell'operazione.

Si tratta di un'attività critica e di lunga durata. In un caso recente, per una PMI da 12 milioni di euro di fatturato, il processo è durato dal settembre 2014 sino al gennaio 2015.

Sono comunque frequenti situazioni in cui la raccolta, la preparazione e l'organizzazione dei dati per la vendita richiedono più di un anno...

L'obiettivo consiste nell'approntare tutti i dati e i documenti che consentano di rispondere a qualsiasi richiesta che possa provenire prima dai consulenti della propria azienda, poi dalla controparte, sempre gestendo le informazioni con la dovuta riservatezza. Può sembrare uno spreco lavorare in anticipo, soprattutto perché c'è il rischio che poi l'operazione non si concretizzi. L'alternativa è però peggiore in quanto si tratta di dover reagire a continue, pressanti richieste che, a dispetto delle notti che il CFO può passare a preparare i dati, troveranno risposte sempre intempestive, foriere di fraintendimenti (perché non meditate a sufficienza) e che saranno fonte di domande di approfondimento.

Poche operazioni si sono chiuse anche in assenza di un lavoro preventivo da parte del CFO o degli amministratori aziendali, e si è invariabilmente trattato di transazioni molto complicate.

Di recente è sfumata una cessione nel settore dell'abbigliamento proprio perché il CFO non aveva preparato a sufficienza la *data room* e, le sue risposte lente e talora incoerenti, hanno fatto pensare al potenziale acquirente che il *business* avesse troppi rischi o che gli si volessero celare delle criticità.

Ormai gran parte dei documenti aziendali sono in formato digitale, conseguentemente le *data room* stanno abbandonando sempre più il loro aspetto fisico, diventando delle "stanze" virtuali. Per creare una *data room* virtuale si

può ricorrere a numerose risorse gratuite, a *file repository* proprietari oppure ad applicazioni informatiche nate a questo scopo. Ogni opzione ha vantaggi e svantaggi in termini di costo, complessità, flessibilità, sicurezza e disponibilità: il CFO dovrà prestare cura a scegliere l'approccio più confacente al suo specifico caso.

## CHIEDETE SUPPORTO

Le imprese più attive nell'M&A ritengono che l'efficacia strategica di ogni progetto possa migliorare con l'adozione di un approccio più rigoroso e professionale.

Così raccogliere in una *data room* ciò che i vostri *advisor* devono impiegare per redigere l'*information memorandum* e per completare la valutazione preliminare consente di assemblare dati di alta qualità, di sottoporli alle dovute analisi di congruità e coerenza e, soprattutto, di seguire la propria agenda (magari compatibile con le numerose attività ordinarie che il CFO e la sua squadra devono comunque espletare). Pochi CFO si aspettano il volume di richieste che pervengono in fase di *due diligence*: meglio che chiediate consiglio al vostro consulente.

Il reparto Amministrazione e Finanza dell'azienda dovrebbe seguire un indice di *data room* predisposto dall'*advisor* di fiducia. Costui dovrebbe studiare ogni documento, decidere se inserirlo tout court nell'archivio, se rielaborarlo o sintetizzarlo, se mostrarlo solo in fase successiva nel caso in cui ci siano particolari problemi di confidenzialità (si pensi al caso dell'elenco clienti e alle statistiche dettagliate sulle vendite).

Tale processo richiede tempo e non conviene comprimere troppo questo intervallo se si vuole ridurre il rischio che gli interessati si ritirino o che ci impongano clausole contrattuali di garanzia troppo gravose. In proposito si nota che diverse blasonate *investment bank* tendono a focalizzarsi sui negoziati piuttosto che sulla preparazione di un set informativo coerente. Se il vostro consulente ha questo approccio, vi consigliamo di avvalervi di un revisore che vi aiuti e che magari rediga una *vendor due diligence*.

## LA DECISIONE FINALE

Nel corso del processo di M&A saranno coinvolti un numero elevato d'attori, alcuni dei quali destinati a fare solo una comparsa, altri a restare sulla scena per tutta la durata del *deal*, altri ancora a venir sostituiti nel corso del processo: è perciò fondamentale che tutti i soggetti coinvolti si amalgamino alla perfezione come un'orchestra sinfonica, lavorando coralmente e interpretando l'opera in modo da soddisfare il pubblico cioè, per uscir di metafora, massimizzando il valore per gli azionisti. Per questa ragione (ma anche per concretizzare quei principi di *corporate governance* responsabile che si stanno imponendo sulla scia dei recenti scandali finanziari) è importante che il vertice aziendale (il direttore d'orchestra della nostra metafora) valuti approfonditamente la possibile transazione, pronto ad assumersene i meriti ma anche le responsabilità.

Tra i compiti normalmente attribuiti al CFO nel contesto delle operazioni straordinarie spicca la preparazione del pacchetto informativo da mostrare ai propri organi decisionali (o ai soci) in vista dell'assunzione di decisioni formali circa l'operazione in progetto o in fase di realizzazione. Tali delibere, in realtà, possono anche essere numerose e risultare necessarie in momenti differenti del continuum della transazione al fine di conferire a uno o più soggetti le deleghe indispensabili per perfezionare talune attività (attribuzione d'incarichi ai consulenti, sottoscrizione di NDA o lettere d'intenti...). Una volta che i negoziati con il potenziale partner siano progrediti a sufficienza e che la sua offerta sia delineata (questo può avvenire, a seconda dei casi, prima o dopo la *due diligence*) i decisori vorranno disporre del cosiddetto "*term sheet*", uno dei documenti più utili per il consiglio di amministrazione o per i soci dell'impresa che sta per realizzare una cessione o un'alleanza.

In tale relazione dovranno essere esplicitati:

- i dettagli sull'operazione che si intende perfezionare (per esempio cessione di azienda piuttosto che di azioni o quote);
- il percorso d'integrazione e il ruolo *post deal* delle figure chiave;

- la valutazione complessiva (*enterprise value* o *consideration*) dell'azienda e il prezzo spettante al venditore;
- il funzionamento degli eventuali meccanismi di aggiustamento del prezzo;
- l'eventuale presenza di componenti di prezzo condizionate o parametrate (il cosiddetto *earn-out*);
- i termini di pagamento per il prezzo di base e per l'eventuale incentivo;
- gli aspetti contrattuali peculiari (per esempio, patti di non concorrenza, commissioni da riconoscere o ricevere in caso d'interruzione delle trattative - la cosiddetta *break-up fee* -, patti parasociali, accordi con dipendenti chiave...);
- le garanzie contrattuali che sarebbe auspicabile ottenere e quelle che dovranno presumibilmente essere rilasciate (comprese l'eventuale necessità di ottenere da terzi il rilascio di fidejussioni o attivare pegni ed *escrow account*);
- il grado di efficienza e di sicurezza della struttura societaria e fiscale ipotizzata (si considerino le tasse di registro in aggiunta alle imposte);
- i possibili effetti contabili del *deal*;
- la capacità finanziaria del partner nel fronteggiare gli esborsi previsti e gli impegni fidejussori e contrattuali;
- l'eventuale necessità di assumere preventivi pareri o autorizzazione da organi del partner, da enti esterni (per esempio la cosiddetta *antitrust*) o dai destinatari del *term sheet* stesso;
- il piano di lavoro che illustra e tempistica i passaggi necessari per pervenire al completamento dell'operazione e il conseguente progetto di comunicazione interno ed esterno;
- la presenza e la percorribilità di alternative rispetto all'operazione tratteggiata nel *term sheet*.

Data la complessità dei temi trattati, questo documento è abitualmente frutto di uno sforzo collegiale di varie figure aziendali e dei consulenti esperti in diverse discipline (legale, fiscalista, M&A advisor, revisore...).

Se necessario il *term sheet* potrà essere aggiornato alla luce degli esiti della *due diligence* e delle varie tornate di negoziazione del contratto di compravendita o degli accordi di *joint-venture*. Esso normalmente sarà integrato in un verbale del consiglio di amministrazione o di un'assemblea dei soci.

## LA GESTIONE DELL'INCERTEZZA

Le operazioni di M&A sono complesse in quanto riguardano la costruzione di legami (normalmente molto stretti) tra organizzazioni, ciascuna delle quali contraddistinta da un proprio *management*, da una specifica cultura, da una storia, da un assetto strategico, operativo e finanziario peculiare, da soci con obiettivi personali non sempre coerenti con quelli aziendali.

In casi così articolati, dove il carattere delle persone e i loro fini sono spesso variegati, l'incertezza è massima.

L'esperienza indica che è difficile affermare con certezza se un *deal* sia concluso oppure no, almeno finché non siano stati firmati dei contratti vincolanti.

Chi è coinvolto direttamente in questi progetti, come normalmente avviene per il CFO, deve essere preparato a incontrare continue sorprese e ad affrontarle con pazienza. Il desiderio per il conseguimento del risultato ideale non deve offuscare la capacità di giudizio e la visione globale del *deal champion*. Non ci si deve consumare fisicamente ed emotivamente poiché occorre cercare di rimanere distaccati dai problemi e dagli attriti che quotidianamente emergeranno, assumendo le decisioni sulla base dei parametri prefissati (nell'M&A l'attenzione ai dettagli è fondamentale), tenendo sempre a mente la visione complessiva dell'operazione e i rischi che la propria parte affronterà.



Edizione a cura di:

**ASFIM**

CREA VALORE ALL'IMPRESA

# SFC

## Strategia Finanza e Controllo

P E R I O D I C O   D I R E T T O   D A   A N T O N I O   S O F I A