

# Flussi prospettici alla base della valutazione d'azienda

L'analisi dell'esperto è diversa a seconda della tipologia dell'incarico da svolgere

/ Nicola AGNOLI e Martino ZAMBONI

Le diverse tipologie di incarico di valutazione previste dai principi italiani di valutazione (PIV), trattate in un precedente intervento (si veda ["Dai principi italiani di valutazione previste cinque tipologie di incarico"](#) del 16 giugno 2016), si differenziano in relazione alle modalità di analisi e trattamento dei **flussi prospettici** dell'unità di valutazione (azienda, ramo d'azienda o partecipazione).

I flussi prospettici costituiscono ingrediente fondamentale di tutte le stime, in particolare nelle **valutazioni d'azienda**. Per tale motivo, i PIV dedicano cinque principi della terza sezione "Principi per specifiche attività" al tema dei flussi futuri dell'entità aziendale da valutare.

L'esperto deve subito identificare la tipologia di incarico da svolgere, in funzione della quale cambia l'attività di analisi dei flussi che è chiamato a svolgere (III.I.23).

Nell'incarico di valutazione (III.I.24) l'esperto dovrà verificare la **ragionevolezza** complessiva del piano adottato per la determinazione dei flussi prospettici e, se necessario, anche integrarlo con specifiche motivazioni. I PIV precisano che tale verifica non è un'attestazione di tipo ISAE 3400, che, se richiesta dal mandato o da norme e regolamenti, può essere rilasciata anche da un soggetto terzo.

Per esprimersi sulla ragionevolezza del piano, l'esperto dovrà necessariamente considerare le capacità dell'azienda in materia di **gestione programmata**, la coerenza strategica del piano, le sue finalità e la sua adeguatezza tecnica, la ragionevolezza di ipotesi e stime, la plausibilità dei risultati medio-normali attesi e la ragionevolezza dei rischi impliciti rispetto alla realtà aziendale ed al settore di appartenenza.

La tipologia di incarico di valutazione richiede inoltre che l'esperto, per esprimersi sui contenuti del piano, svolga l'analisi fondamentale attraverso cinque fasi specifiche (III.I.2).

Le **prime due fasi** sono rivolte all'analisi strategica a livello di settore e mercato di riferimento, per individuare le prospettive generali ed i fattori critici di successo, cui segue l'analisi a livello di azienda, utile ad identificare le fonti del vantaggio competitivo e la sua sostenibilità.

La **terza fase** è volta ad individuare l'evoluzione dei *driver* di valore e consiste nell'esame della documentazione contabile aziendale, anche di tipo gestionale. La quarta e la quinta fase sono dedicate all'esame delle previsioni economiche e finanziarie, conseguenti alle scelte relative allo svolgimento dei processi azien-

dali, e all'analisi dei dati relativi allo scenario economico e al mercato dei capitali, con particolare riferimento ai tassi, ai risultati di società comparabili e ai giudizi espressi dagli analisti, se disponibili.

Le attività previste dai PIV per l'analisi e la verifica dei flussi prospettici devono essere condotte mediante un confronto continuo con il **management** ed i responsabili delle **business unit**, ripercorrendo l'intero processo di pianificazione. Il confronto è opportuno anche per identificare i *driver* di valore, su cui condurre analisi di sensibilità (*sensitivity analysis*) e verificare la loro stabilità nel lungo periodo, per la stima del valore terminale.

In caso di giudizio non pienamente favorevole sul piano l'esperto potrà, alternativamente, integrare i flussi o incrementare il premio per il rischio da utilizzare per il tasso di attualizzazione.

In alcuni casi, comunque, l'esperto può prescindere dal piano predisposto dal *management* per esigenze tecniche della valutazione e non per motivi di dissenso. Ad esempio, i **flussi da utilizzare** nella stima devono corrispondere in generale a risultati medio-normali in termini probabilistici e possono discostarsi da quelli previsti da un piano aziendale molto "aggressivo".

Nelle altre **tipologie di incarico** la verifica dei flussi prospettici che l'esperto deve svolgere ha minore portata.

In presenza di un parere valutativo, l'esperto deve analizzare l'informativa prospettica messa a disposizione dal committente per individuare il percorso metodologico da approntare e comprendere la natura dell'attività ed il modello di business dell'azienda (III.I.25). In questo caso l'esperto può non esprimersi sulla ragionevolezza complessiva del piano, causa ad esempio l'informazione limitata a disposizione, ma deve formulare un giudizio sulla completezza e accuratezza delle ipotesi poste a fondamento dell'informazione prospettica, al fine di capire se poterla o meno utilizzare nella stima.

Se l'incarico è un parere di **congruità finanziaria** (*fairness opinion*) l'esperto deve analizzare la base informativa prospettica con le medesime finalità del parere valutativo ma non è chiamato a giudicare l'accuratezza e completezza delle ipotesi a fondamento dell'informazione prospettica (principio III.I.26).

Può anche accadere, nelle **realtà di minore dimensione**, che non sia disponibile un piano prospettico redatto dall'azienda. In tal caso l'esperto è costretto a procedere direttamente alla previsione dei flussi di risultato sulla base delle informazioni disponibili: dovrà indica-

re con chiarezza la natura ipotetica delle elaborazioni svolte e precisare le ipotesi su cui si basano, segnalando gli elementi di sostegno che le giustificano (principio III.1.27).

I PIV evidenziano come a volte le **informazioni acquisibili** dall'esperto, pur con la migliore diligenza, possa-

no rivelarsi limitate. Tale circostanza, però, non impedisce di svolgere una valutazione, anche di tipo legale. Sarà l'esperto, infatti, a considerare la possibilità di esprimere un giudizio di valore, che dovrà comunque fondarsi sullo **svolgimento completo** del processo valutativo, motivando il proprio convincimento.