

2024

1
2

La valutazione delle aziende in crisi

Discussion paper n. 1/24 Exposure Draft



Organismo Italiano di Valutazione

3	Sommario	
4	1. PREMESSA	2
5	2. LA RETE CONCETTUALE DI RIFERIMENTO	3
6	2.1. La valutazione delle aziende in crisi.....	3
7	2.2. I richiami ai PIV	8
8	3. LA VARIABILE COMPLESSITA' DELLE CRISI E DEI PIANI PER SUPERARLE. L'ANALISI DEI FATTORI	
9	DI RISCHIO	10
10	3.1 Le diverse prospettive di esame	10
11	3.2 Il contesto economico nel quale si colloca la gestione della crisi.....	11
12	3.3 L'entità delle sfide da fronteggiare.....	13
13	3.3.1. Le crisi di origine esterna	13
14	3.3.2 Le crisi di origine interna	14
15	3.4 La consistenza del progetto industriale.....	17
16	3.4.1. Le misure per la stabilizzazione della crisi.....	18
17	3.4.2 Le premesse alla base del piano.....	19
18	3.4.3 La struttura del processo di trasformazione	19
19	3.4.4 I mezzi disponibili per la gestione attuativa	21
20	3.5 Le caratteristiche del progetto finanziario	22
21	3.6 Il quadro giuridico che regola i rapporti	24
22	4. LE VALUTAZIONI IN SENSO ALLE SOLUZIONI CONCORDATE ED ALLE PROCEDURE	27
23	4.1. La strutturazione dell'analisi	31
24	4.1.1. La definizione del percorso valutativo	31
25	4.1.2. La composizione negoziata della crisi	35
26	4.1.3. La scelta del tasso di sconto e/o del multiplo di valutazione.....	36
27	4.2. Il ventaglio delle analisi	41
28	4.2.1. Le valutazioni di bilancio (<i>impairment test</i>) dell'impresa debitrice.....	41
29	4.2.2. Le valutazioni di bilancio (di liquidazione) dell'impresa debitrice.....	43
30	4.2.3. Le valutazioni dell'impresa debitrice ai fini di operazioni sul capitale.....	46
31	4.2.4. La valutazione di cessione di rami aziendali o dell'azienda (anche nell'ottica della	
32	continuità indiretta)	47
33	4.2.5. La valutazione di cessione di beni materiali o immateriali	48
34	4.2.6. L'affitto di azienda.....	50
35	5. LE VALUTAZIONI NELL'OTTICA DEI PORTATORI DI INTERESSI (VALUTAZIONI DI CONVENIENZA	
36	ECONOMICA).....	52
37	5.1 Le valutazioni nell'ottica dei vecchi soci	52

38 5.2 Le valutazioni dei crediti..... 55

39 6. IL PERCORSO DI ANALISI DELL'ESPERTO 57

40

41 1. PREMESSA

42

43 Quanto riportato in questo *Discussion Paper* non ha validità di principio di valutazione. Fa parte
44 della c.d. *non-authoritative literature* .

45 Poiché tuttavia né i Principi Italiani di valutazione (PIV) né gli *International Valuation Standards*
46 (IVS) coprono il tema della valutazione delle aziende in crisi, si è ritenuto opportuno fornire una
47 guida di orientamento all'Esperto, così come l'*American Institute of Certified Public Accountants*
48 (AICPA), organismo rappresentativo della professione contabile statunitense, aveva pubblicato
49 già nel 2002 il *Consulting services practice aid 02-1 Business valuation in bankruptcy: a*
50 *nonhauthoritative guide*.

51 Il presente documento non definisce nuovi principi di valutazione, bensì evidenzia alcune linee
52 guida ispirate alle *best practice* adottate dagli Esperti in materia. Le linee guida, presuppongono
53 che l'Esperto:

- 54 • abbia già dimestichezza con i principi di valutazione nazionali (PIV);
- 55 • rispetti il *Code of Ethics* dell'IVSC o, per l'Esperto professionista, le norme deontologiche
56 applicabili, quali, per esempio, il *Codice deontologico della Professione* per gli iscritti
57 nell'albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili o il *Codice dei principi di*
58 *deontologia professionale, riservatezza e segreto professionale dei soggetti abilitati*
59 *all'esercizio dell'attività di revisione legale dei conti* per gli iscritti nel Registro dei
60 revisori legali.

61 L'esperto chiamato ad eseguire una valutazione di un'azienda in crisi ha un compito arduo,
62 perché deve confrontarsi con i flussi risultanti da un piano industriale anche molto complesso e
63 con un indebitamento soggetto a dinamiche particolari.

64 Ai fini dell'apprezzamento dei rischi connessi ai flussi di risultati e alla struttura finanziaria è
65 importante che egli tenga conto delle diverse dimensioni del problema, illustrate nel
66 documento. È necessario anzitutto prendere nota del contesto economico e del contesto

67 giuridico nel quale si trova l'impresa in crisi; individuare le sfide da fronteggiare e valutare poi la
68 consistenza del relativo progetto industriale, prestando attenzione non solo al disegno
69 presentato ma anche al grado di stabilizzazione raggiunto dall'impresa, alle premesse sulle quali
70 il piano è costruito ed ai mezzi disponibili per la sua realizzazione; infine esaminare il piano
71 finanziario, da un lato nell'ottica del concorso al progetto industriale e dall'altro per rilevare la
72 consistenza e la dinamica dell'indebitamento.

73 **Le linee guida di questo documento non trovano applicazione agli intermediari bancari e**
74 **finanziari in quanto oggetto di un framework normativo dedicato.** Il Valuation Handbook
75 dell'EBA in tema di valutazioni per le risoluzioni bancarie già indica le metodologie, gli strumenti
76 e gli approcci da seguire nella valutazione degli intermediari in crisi. La press release dell'EBA del
77 22.02.2019 recita *"Il Manuale, frutto della stretta collaborazione con le autorità nazionali di*
78 *risoluzione e il Comitato di Risoluzione Unico (SRB), intende colmare il divario tra l'approccio*
79 *normativo in materia di risoluzione e le pratiche di valutazione, fornendo indicazioni concrete sui*
80 *passaggi pratici del processo di valutazione, sui criteri di valutazione specifici applicabili ai vari*
81 *strumenti di risoluzione e, al fine di facilitare l'adozione di una decisione informata da parte*
82 *dell'autorità di risoluzione, indicando il contenuto che ci si aspetta di includere nel rapporto di*
83 *valutazione. Sebbene il Manuale copra sia la valutazione prima della risoluzione che quella*
84 *successiva (mirata a determinare se nessun creditore risulti in condizioni peggiori), si concentra*
85 *principalmente sulla valutazione prima della risoluzione, supportando così la decisione di*
86 *risoluzione, che influisce immediatamente su azionisti e creditori"*. Non si segnala nessun vuoto
87 di *best practice* nel campo della valutazione degli intermediari bancari e finanziari in crisi, che
88 OIV debba colmare o integrare.

89

90 2. LA RETE CONCETTUALE DI RIFERIMENTO

91

92 2.1. La valutazione delle aziende in crisi

93

94 1. La crisi dell'azienda può evolvere in quattro principali direzioni: riorganizzazione,
95 liquidazione, acquisizione o ristrutturazione finanziaria. Benché le scelte si dovrebbero
96 fondare sui valori relativi delle diverse soluzioni. a causa di asimmetria informativa e di
97 conflitti di interesse fra i diversi portatori di interesse. la direzione percorribile non

98 coincide necessariamente con quella in grado di massimizzare il valore dell'azienda nel
99 suo complesso. Valutazioni di buona qualità possono ridurre significativamente
100 l'asimmetria informativa e comporre più facilmente gli interessi contrastanti fra diverse
101 categorie di soggetti e favorire soluzioni efficienti.

102

103 2. Valutazione di buona qualità sono valutazioni convincenti, adeguatamente supportate
104 da evidenze e da elementi fattuali, svolte nell'interesse generale e non di una specifica
105 parte. Nel caso di aziende in crisi, i creditori privilegiati o ipotecari tendono a svilire il
106 valore dell'azienda in funzionamento e ad accrescere il valore di liquidazione delle
107 attività in garanzia, la tendenza dei creditori junior o degli azionisti è esattamente
108 opposta. Valutazioni di buona qualità debbono essere valutazioni autorevoli, nel senso
109 che deve esserne riconosciuta la capacità di rappresentare i veri valori in gioco nella
110 prospettiva di funzionamento, i veri prezzi di liquidazione e di mercato nella prospettiva
111 della liquidazione.

112

113 3. Il processo di gestione della crisi può risultare inefficiente a causa di eccessi in diverse
114 direzioni, quali: il sistematico ritardo nell'affrontare lo stato di crisi con la conseguenza
115 di comprometterne l'esito o di limitare le soluzioni in concreto percorribili, la
116 continuazione di aziende che avrebbero dovuto essere liquidate o la liquidazione di
117 aziende che avrebbero dovuto continuare la loro attività. Il processo di gestione della
118 crisi è tanto più efficiente quanto più evita questi eccessi.

119

120

121 4. La valutazione in contesto di crisi presuppone la diagnosi delle cause della crisi stessa,
122 in quanto le cause si riflettono sui valori tanto dell'azienda quanto delle sue attività e
123 dei diritti su tali attività. Le cause della crisi più frequenti sono: il declino del settore; la
124 migrazione di valore a monte o a valle nella catena del valore o a favore di settori
125 convergenti; eventi negativi inattesi (fatalità) al di fuori del controllo del management;
126 errori gestionali; fasi recessive gravi; la sottocapitalizzazione dell'azienda,
127 l'obsolescenza del modello di business, ecc.. In relazione al fatto che la crisi sia causata
128 da fattori macroeconomici o settoriali o viceversa da fattori specifici si riflette in forma
129 e intensità diversa sul valore. Ad esempio, il valore di liquidazione di un'attività da parte
130 di un'azienda in crisi quando l'intero settore è caratterizzato da eccesso di capacità
131 produttiva è naturalmente molto diverso dal valore di liquidazione della stessa attività

132 da parte di un'azienda eccessivamente indebitata in un settore florido, ed ancora il
133 valore di liquidazione di un'attività in un contesto macroeconomico recessivo è diverso
134 dal valore di liquidazione in una fase di espansione dell'economia.

135

136 5. Ogni valutazione in contesti di crisi presuppone la diagnosi della gravità della crisi.
137 Maggiore è la gravità della crisi: più limitata è la rosa delle soluzioni alternative possibili;
138 maggiore è la perdita di valore dell'azienda; maggiori sono i conflitti fra i diversi
139 portatori di interesse; più elevati sono i costi indiretti di dissesto (quali: la perdita dei
140 migliori talenti, la perdita di clienti e di fornitori, l'impossibilità di partecipare alle gare,
141 ecc.).

142 Difficilmente l'azienda entra in crisi all'improvviso, più di frequente giunge alla
143 situazione di crisi attraverso un declino progressivo. Sotto il profilo valutativo il declino
144 si caratterizza per una progressiva perdita di componenti di valore in funzionamento: in
145 un primo stadio la perdita riguarda esclusivamente opportunità di investimento,
146 successivamente si registra una perdita di vantaggio competitivo (ossia la capacità di
147 remunerare il capitale investito), poi ancora si perde la capacità di remunerare il capitale
148 misurato a costi di rimpiazzo, infine si perde la capacità di recuperare attraverso l'uso il
149 valore di liquidazione delle attività. In questa dinamica, la crisi si manifesta quando il
150 declino riduce il valore dell'attivo in funzionamento al di sotto del valore nominale del
151 debito.

152

153 6. La gestione della crisi d'azienda ha valore sociale in quanto genera effetti che vanno
154 oltre gli interessi dei creditori. I creditori potrebbero avere convenienza a liquidare
155 un'azienda, anche quando il valore in continuità fosse superiore, con conseguente
156 danno di tutti gli stakeholder e dell'intero sistema economico. Al contempo gli
157 *stakeholder* potrebbero avere convenienza a mantenere in vita aziende che
158 distruggono valore per i creditori o li espongono a rischi ingiustificati. Per questa
159 ragione in tutti gli ordinamenti la gestione della crisi è disciplinata da leggi specifiche.
160 Alcuni ordinamenti favoriscono i creditori con il dichiarato obiettivo di evitare che essi
161 praticino condizioni di finanziamento meno favorevoli alle aziende in bonis con
162 l'obiettivo di compensare le maggiori perdite in caso di default del debitore (un
163 ordinamento favorevole al creditore riduce il costo del credito delle aziende in bonis) o
164 che si crei una concorrenza distorta a seguito di interventi che finiscono per creare

165 barriere all'uscita ad imprese decotte, altri ordinamenti favoriscono invece il debitore
166 con l'obiettivo di preservare l'azienda e gli interessi sociali (degli *stakeholder*). Gli
167 ordinamenti del primo tipo soffrono più facilmente di un eccesso di liquidazione di
168 aziende che avrebbero dovuto continuare l'attività, mentre gli ordinamenti del secondo
169 tipo soffrono più facilmente di un eccesso di mantenimento in vita di aziende che
170 avrebbero dovuto interrompere l'attività.

171

172 7. Le valutazioni di aziende in crisi si differenziano con riguardo a cinque diversi profili:

173 a) la finalità della valutazione;

174 b) l'oggetto di valutazione;

175 c) l'unità di valutazione;

176 d) la configurazione di valore;

177 e) la data della valutazione.

178 Per questa ragione l'Esperto è chiamato ad esplicitare tutti i cinque profili descritti ed a
179 comprenderne gli effetti sul valore stimato.

180 8. Diverse possono essere le finalità della valutazione di un'impresa in crisi. Una
181 valutazione potrebbe essere richiesta per individuare la migliore soluzione da adottare
182 per l'impresa stessa o per una specifica categoria di portatori di interesse; o viceversa
183 per valutare se il valore dell'impresa ristrutturata sia superiore al valore dell'impresa in
184 liquidazione; o ancora per valutare se sia più opportuno cedere un ramo di azienda
185 rispetto a trattenerlo; o ancora quale sia il prezzo di emissione di nuove azioni con
186 rinuncia al diritto di opzione o il rapporto di conversione di crediti in *equity*; oppure la
187 valutazione potrebbe essere richiesta a fini di bilancio (*impairment test*); oppure per
188 stimare il valore di liquidazione delle azioni in caso di recesso (quando la
189 ristrutturazione fa scattare le condizioni che legittimano il recesso), ecc.

190

191 9. Diverso può essere l'oggetto di valutazione. La valutazione può riguardare singole
192 attività, l'intero attivo aziendale, il patrimonio dell'azienda in crisi o una partecipazione
193 nell'azienda in crisi piuttosto che singoli crediti o singoli strumenti partecipativi.

194

195 10. Diversa può essere l'unità di valutazione. La valutazione può riguardare singoli titoli o
196 crediti, partecipazioni azionarie o portafogli di crediti, l'azienda nel suo complesso, il

197 100% del patrimonio, ecc. L'unità di valutazione con coincide con l'oggetto della
198 valutazione. Ad esempio, una partecipazione può essere valutata attribuendole un
199 valore corrispondente al valore dell'intero patrimonio aziendale espresso pro quota, o
200 viceversa valutando direttamente la partecipazione. L'oggetto di valutazione è sempre
201 lo stesso (la partecipazione) ma diversa è l'unità di valutazione e quindi il valore: nel
202 primo caso il valore non riflette né premi né sconti, nel secondo caso li riflette
203 (direttamente o indirettamente). La differenza fra oggetto di valutazione e unità di
204 valutazione vale per qualsiasi attività. Ad esempio, un macchinario può essere valutato
205 separatamente o viceversa con un gruppo di altre attività in grado di garantirne il
206 massimo e migliore uso. Ed ancora, un credito può essere valutato separatamente o in
207 blocco con altri crediti, in grado di garantire all'acquirente il potere di condizionare il
208 percorso di ristrutturazione.

209
210 11. Diverse possono essere anche le configurazioni di valore ricercate. Una valutazione può
211 assumere a riferimento il valore di mercato o il valore di liquidazione (ordinata o
212 forzata) o il valore intrinseco o il valore di investimento o il valore negoziale equitativo.
213 In relazione alla finalità della valutazione, al grado di gravità della crisi, ecc. Le
214 configurazioni di valore possono riguardare una prospettiva di scambio (valore di
215 mercato, valore di liquidazione, valore negoziale equitativo) o di uso (valore intrinseco,
216 valore d'investimento). Nel caso di aziende in crisi assumono rilevanza anche
217 configurazioni di valore non disciplinate dai PIV, quali, a solo titolo di esempio, il valore
218 dell'azienda riorganizzata (*reorganization value*) o il valore di liquidazione accelerata
219 (*quick sale*).

220
221 12. Ai fini di questo Discussion Paper:

222
223 a) il valore dell'azienda riorganizzata (*reorganization value*) corrisponde a: il valore
224 che un partecipante al mercato attribuirebbe all'azienda sulla base del piano di
225 ristrutturazione (operativa e/o finanziaria) asseverato o comunque verificato sulla
226 base di una IBR (*independent Business Review*) da parte di un soggetto
227 indipendente. Tale valore esprime un prezzo fattibile dell'azienda riorganizzata (in
228 funzionamento). Il valore riflette i rischi che caratterizzano il piano, ma esclude il
229 rischio di deragliament del piano che comporterebbe la liquidazione della azienda.

230 b) Il valore di liquidazione accelerata (*quick sale*) corrisponde a: il valore di cessione
231 di attività o di rami di azienda o di partecipazioni funzionale alla realizzazione del
232 piano e che deve essere realizzata senza rispettare un normale periodo di
233 commercializzazione o le normali modalità di vendita che contraddistinguono la
234 specifica attività oggetto di cessione (quali ad esempio, una due diligence fiscale,
235 legale, tecnica, finanziaria, ecc.). Il valore di liquidazione accelerata normalmente
236 esprime un valore inferiore rispetto al valore di mercato della medesima attività.

237
238 13. Diverse possono essere le date di riferimento della valutazione. La valutazione può
239 riguardare una data corrente o date future (quando la stima è richiesta al fine di inserire
240 nel piano di ristrutturazione la cessione di alcune attività o di un ramo di azienda o di
241 una partecipazione ad una data futura). In alcuni casi può essere richiesta una
242 valutazione retrospettiva.

243 2.2. I richiami ai PIV

244

245 14. La circostanza che i PIV non disciplinino espressamente la valutazione delle aziende in
246 crisi non significa che i principi non possano essere applicati alla valutazione delle
247 aziende in crisi. In linea generale i PIV sono applicabili alla valutazione di qualsiasi
248 attività o passività o azienda. L'Esperto dovrebbe pertanto adottare i PIV anche nel caso
249 di valutazioni in contesti di crisi aziendale. Le eventuali specificità della valutazione non
250 disciplinate dai PIV o che viceversa rendono i PIV inapplicabili allo specifico contesto
251 andrebbero chiarite dall'Esperto. Ad esempio, nel caso in cui l'Esperto adotti una
252 configurazione di valore non disciplinata dai PIV dovrebbe fornirne la definizione e
253 spiegare come la configurazione di valore ha condizionato le scelte di metodo adottate.

254

255 15. I PIV distinguono fra valutazione (piena) e parere valutativo. Considerata la rilevanza
256 delle valutazioni nel processo di gestione della crisi, l'Esperto dovrebbe sempre
257 svolgere una valutazione piena.

258

259 16. Riveste particolare importanza in questo contesto l'analisi fondamentale. L'Esperto è
260 tenuto a dotarsi di una base informativa appropriata, capace di contestualizzare:
261 l'attività d'impresa nell'ambiente di riferimento, le cause dello stato di crisi e la gravità

262 della crisi. Nel caso di gravi limitazioni alla base informativa, posti dal committente,
263 l'Esperto dovrebbe declinare l'incarico.

264

265 17. L'Esperto deve essere consapevole degli utilizzatori finali della valutazione (che
266 generalmente non coincidono con i committenti) e tutelarne gli interessi svolgendo una
267 valutazione affidabile. Il requisito dell'affidabilità attiene al fatto che due esperti dotati
268 delle medesime basi culturali e scientifiche (*common body of knowledge*), di adeguata
269 esperienza e capacità, della medesima base informativa, rispettando gli stessi principi
270 di valutazione, dovrebbero giungere a stime di valore non eccessivamente discoste fra
271 loro. Nel caso delle aziende in crisi l'affidabilità attiene a tre altri requisiti di fondo:

272 a) la capacità di esprimere nei valori di cessione o di liquidazione il prezzo più
273 probabile;

274 b) la capacità di esprimere nei valori in funzionamento un valore medio atteso,
275 rispetto alla rosa degli scenari possibili;

276 c) la capacità di esprimere nel valore dell'azienda riorganizzata (*reorganization value*)
277 il prezzo futuro più probabile al realizzarsi del piano.

278

279 18. L'Esperto deve esplicitare le cause di incertezza valutativa, ossia gli elementi che
280 possono rendere difficile la corretta stima della configurazione di valore ricercata. Le
281 principali fonti di incertezza riguardano:

282 i. le ipotesi (*assumption*) che l'esperto deve compiere ai fini della stima. L'Esperto
283 deve sempre esplicitare le *assumption* alla base della valutazione e chiarire quali
284 siano le assunzioni di natura ipotetica (*hypothetical assumption*);

285 ii. gli eventuali sconti/premi applicati. L'Esperto deve essere consapevole che l'uso di
286 premi e sconti deve essere cauto e motivato.

287

288 19. L'Esperto deve esplicitare quali rischi ha considerato nel tasso di sconto (o nei multipli)
289 e quali rischi invece ha considerato nei flussi di risultato attesi. L'Esperto deve evitare
290 di considerare il medesimo rischio due volte o viceversa di non considerarlo per nulla.
291 Nel caso di aziende in crisi, il rischio di *double counting* dei rischi è molto maggiore,
292 essendo in molti casi le valutazioni ispirate ad un principio di prudenza.

293

294 20. Particolare attenzione deve essere dedicata dall'Esperto:

- 295 i. nella valutazione di aziende: alla stima del valore terminale, alle relazioni fra
296 vincoli finanziari e capacità di investimento;
- 297 ii. nella valutazione delle singole attività: alla loro obsolescenza economica ed alle
298 categorie di potenziali acquirenti;
- 299 iii. nella valutazione di strumenti finanziari: agli eventuali effetti diluitivi in caso di
300 ricapitalizzazione o di nuova finanza.

301

302 21. I PIV richiamano due diversi attributi di valore: il valore in atto ed il valore potenziale. Il
303 valore in atto riflette il valore dell'azienda come essa è (*as is*) mentre il valore potenziale
304 riflette il valore dei benefici rivenienti da azioni ancora da intraprendere (*to be*). Poiché
305 l'azienda in crisi è un'azienda che per definizione non può mantenersi come è (*as is*),
306 qualunque configurazione di valore dell'azienda in crisi in funzionamento esprime
307 sempre un valore potenziale. Il valore potenziale include una stima ragionevole di
308 potenzialità per le quali spesso non vi sono risconti oggettivi, ma che un operatore
309 razionale considererebbe comunque alla data della valutazione, anche se solo possibili.
310 Nei casi in cui la crisi si avvale delle procedure di legge e la società dispone di un piano
311 (di ristrutturazione) attestato, le potenzialità connesse alla ristrutturazione sono da
312 considerare più probabili che no. Ciò significa che il piano attestato identifica uno
313 scenario più probabile (*most likely*) ma non lo scenario medio atteso (il quale dovrebbe
314 riflettere anche scenari stressati).

315 A solo titolo di esempio se il piano attestato avesse una probabilità di manifestazione
316 dell'80% e gli scenari stressati mostrassero una probabilità di manifestazione del 20% i
317 flussi medi attesi da scontare al costo del capitale (CAPM) sarebbero pari a: 80%x Flussi
318 di piano + 20% Flussi scenari stressati. Alternativamente si possono considerare i soli
319 flussi del piano attestato ma scontandoli ad un tasso CAPM maggiorato per il rischio di
320 *execution* del piano.

321 3. LA VARIABILE COMPLESSITA' DELLE CRISI E DEI PIANI PER 322 SUPERARLE. L'ANALISI DEI FATTORI DI RISCHIO

323

324 3.1 Le diverse prospettive di esame

325

326 22. Un'impresa è da considerare in crisi quando nel suo sistema si radicano stabilmente
327 meccanismi suscettibili, in assenza di contrasti, di condurre in tempi più o meno brevi
328 ad un dissesto finanziario. Questo epilogo può essere ancora remoto, ad esempio
329 perché l'impresa ancora dispone di una solida situazione patrimoniale, oppure perché
330 è sostenuta da azionisti forti. Bisogna tuttavia prendere atto che un processo di
331 deterioramento strutturale si è radicato. Anche la velocità del declino può essere
332 diversa, a seconda della vulnerabilità dell'impresa. A volte si assiste ad un periodo di
333 declino anche esteso; altre volte il degrado può essere molto rapido.

334
335 23. Anche se possono essere individuate delle uniformità di carattere generale, descritte
336 nelle pagine che seguono, è necessario osservare che le manifestazioni di patologia
337 aziendale tendono ad essere altamente specifiche. Così come le terapie di contrasto
338 che in concreto possono essere utilizzate.

339 Al fine di inquadrare correttamente l'esame di un caso concreto sono di seguito
340 suggerite cinque prospettive di analisi, da combinare fra loro:

- 341 a) il contesto economico nel quale si colloca la gestione della crisi;
- 342 b) l'entità delle sfide da fronteggiare;
- 343 c) la consistenza del progetto industriale;
- 344 d) le caratteristiche del progetto finanziario;
- 345 e) il quadro giuridico che regola i rapporti fra le parti interessate.

346 3.2 Il contesto economico nel quale si colloca la gestione della crisi

347

348 24. A seconda del grado di avanzamento lungo il piano inclinato, che segna il crescente
349 indebolimento dell'impresa e l'avvicinarsi della possibile caduta in stato di insolvenza,
350 la gestione di una crisi aziendale può collocarsi in contesti diversi, brevemente descritti
351 di seguito.

352
353 25. Nella parte alta del piano inclinato si collocano i processi di trasformazione pienamente
354 controllati. In questi casi la posizione di mercato dell'impresa è ancora solida, anche se
355 i flussi reddituali e finanziari declinano; il decadimento è ancora limitato e vi è la
356 presenza di fattori protettivi che permettono al management di porsi obiettivi a medio
357 termine, come pure di intraprendere programmi di rilancio anche complessi ed estesi
358 nel tempo. Possono avere un ruolo importante anche gli accordi con altri interlocutori

359 (come le banche, o i partner strategici), ma ciò avviene con piena autonomia e in
360 assenza di condizioni critiche, poiché l'ipotesi dell'insolvenza è ancora remota.

361
362 26. Lo scenario seguente è rappresentato dai processi di turnaround. In questi casi il
363 decadimento è più accentuato e cominciano a manifestarsi condizioni critiche, tensioni
364 finanziarie, problemi nei rapporti con i diversi interlocutori (fornitori, clienti, banche,
365 sindacati). L'impresa è ancora in grado di porsi obiettivi di stabile ricupero, ma questo
366 deve intervenire in tempi relativamente contenuti: la prassi indica un arco temporale
367 di 2-3 anni. Gli interventi, da programmare con cura, devono porsi obiettivi sia di breve
368 che di medio termine: i risultati conseguiti nel breve periodo condizionano infatti la
369 possibilità di portarsi verso il medio periodo. Gli interventi devono inoltre svolgersi
370 controllando non solo i flussi reddituali ma anche quelli monetari, poiché lo spettro
371 dell'insolvenza può concretamente affacciarsi.

372
373 27. Il processo è tuttavia ancora controllato dal management, anche se questo deve
374 confrontarsi con i diversi portatori di interessi (*stakeholder*) e raggiungere con loro delle
375 intese.

376
377 28. Scendendo ancora lungo il piano inclinato si incontrano gli accordi di ristrutturazione
378 con i creditori (*workout*). In questi casi l'impresa si trova in condizioni di notevole
379 debolezza finanziaria e il rischio di insolvenza può essere superato solo attraverso
380 un'intesa con i creditori. Questi ultimi hanno interesse ad evitare percorsi di ricupero
381 più penalizzanti e ad accettare perciò di sostenere l'impresa. L'obiettivo perseguito,
382 tuttavia, è il miglior soddisfacimento dei creditori, con effetti variabili sulla posizione
383 finale del debitore. Il processo, ancorché formalmente attivato dal management, nella
384 sostanza è spesso controllato dai creditori.

385
386 29. Al termine del piano inclinato si collocano i processi di tipo liquidatorio, finalizzati al
387 realizzo del patrimonio aziendale. Ove possibile è doveroso adoperarsi per
388 salvaguardare il valore dei complessi organizzati e degli elementi immateriali. Se
389 mancano le condizioni, è inevitabile la cessione per stralcio degli elementi dell'attivo
390 patrimoniale. La liquidazione estingue il soggetto debitore, anche se in qualche modo
391 una continuità aziendale può essere assicurata.

392

393 30. Come vedremo di seguito, al contesto economico alla fine si sovrappone il quadro
394 giuridico. È tuttavia opportuno tenere separati i due profili, poiché un medesimo
395 percorso economico può essere compiuto con forme giuridiche diverse.

396 3.3 L'entità delle sfide da fronteggiare.

397 31. In generale, l'indebolimento delle imprese può derivare:

398 a) da crisi che colpiscono l'intero sistema economico, anche con effetti intersettoriali (crisi
399 sistemiche), e talora l'economia globale;

400 b) da crisi economiche settoriali, che colpiscono direttamente solo le imprese
401 appartenenti a particolari comparti dell'economia;

402 c) da cause aziendali specifiche, che talora si sovrappongono alle altre, complicandole, ma
403 che possono manifestarsi anche in presenza di una congiuntura non negativa.

404

405 3.3.1. Le crisi di origine esterna

406

407 32. Negli ultimi decenni sono state numerose le crisi aziendali prodotte da congiunture
408 negative causate da circostanze straordinarie, partendo dallo "shock petrolifero" del
409 1973 sino ad arrivare alla crisi del 2020 conseguente alla pandemia da Covid-19.

410

411 33. A volte la contrazione della domanda ed altre manifestazioni patologiche colpiscono
412 solo (oppure in modo particolare) determinati settori produttivi. Alcuni settori, tra
413 l'altro, già per loro natura sono caratterizzati da sensibili alternanze congiunturali, ben
414 note e seguite dagli specialisti: sono i settori detti, appunto, ciclici. Ne sono esempio i
415 settori chimico, siderurgico, cementiero, delle costruzioni, automobilistico, delle
416 forniture per l'industria.

417

418 34. Le crisi di tipo congiunturale – siano di portata globale oppure locale o settoriale –
419 comportano una temporanea caduta della domanda che colpisce tutte le imprese, o
420 tutti gli operatori del settore di appartenenza, e che si protrarrà sino al momento della
421 ripresa. La risposta immediata dovrebbe essere la tempestiva percezione dell'inizio del
422 ciclo avverso e la pronta riduzione del volume di attività per renderlo coerente con il
423 nuovo livello della domanda, tenendo sotto stretto controllo il capitale circolante. Se
424 quest'ultimo è convenientemente ridotto, l'inizio del deterioramento dei risultati
425 economici dovrebbe essere accompagnato dalla generazione di liquidità prodotta

426 appunto dallo smobilizzo del circolante. Con la ripresa migliorano i conti economici, ma
427 si manifesta il fabbisogno finanziario per la ricostruzione delle scorte e delle altre
428 componenti del capitale circolante.

429
430 35. La durezza della crisi, per la singola impresa, dipende dalle sue caratteristiche di
431 elasticità e di flessibilità. Sono colpite maggiormente le imprese con strutture
432 produttive rigide, caratterizzate da elevati costi fissi che non è possibile sfruttare
433 pienamente, rispetto a quelle che possono avvalersi della comprimibilità dei costi
434 variabili. Reagiscono meglio alla congiuntura le imprese che possono dirigere almeno
435 parte della loro attività verso produzioni o mercati diversi, sfruttando le opportunità
436 ancora disponibili.

437
438 36. Altre volte le crisi settoriali sono di tipo più strutturale. Di solito sono determinate: (a)
439 dall'avanzamento del settore verso le fasi di maturità e declino del ciclo di vita; (b) da
440 cambiamenti strutturali nelle tecnologie o nei canali di distribuzione, che favoriscono
441 l'ingresso sul mercato di altri operatori; (c) dall'evoluzione del commercio
442 internazionale, con la crescente presenza di concorrenti muniti di forti e a volte non
443 replicabili vantaggi nel costo dei fattori.

444
445 37. La capacità di reazione della singola impresa varia a seconda delle forze di cui ancora
446 dispone e dall'uso che sa farne. Alle misure di contrasto tipiche si aggiunge peraltro
447 anche l'esigenza di adottare strategie che aiutino l'intero settore e trovare un nuovo
448 equilibrio, da un lato favorendo l'uscita dal mercato delle imprese più deboli e dall'altro
449 promuovendo la realizzazione di nuovi assetti produttivi, con operazioni di
450 razionalizzazione o di concentrazione.

451 3.3.2 Le crisi di origine interna

452

453 38. Alle spinte esterne possono sommarsi i fattori interni di crisi, la cui emersione può
454 peraltro avvenire anche in fasi congiunturali favorevoli. Le possibili cause aziendali delle
455 crisi sono molteplici. Fra le più frequenti vi è l'incapacità di gestire il cambiamento
456 conservando, attraverso l'innovazione, il vantaggio competitivo. Altre volte la crisi è
457 provocata da scelte industriali errate: ad esempio da un'acquisizione sbagliata o da un
458 progetto molto impegnativo ed eccessivamente rischioso. Talora incidono l'incapacità
459 di mantenere competitivi i costi o le carenze sul fronte del marketing. Oppure può

460 pesare negativamente l'inadeguatezza dell'assetto organizzativo, o della guida
461 aziendale, o del sistema di programmazione e controllo della gestione.

462

463 39. Un'accurata ricognizione delle cause delle crisi è essenziale ai fini della predisposizione
464 dei rimedi. Badando bene alle priorità causali ed alle interconnessioni, ai fini di redigere
465 una mappa realistica che consenta di concentrare l'attenzione sugli aspetti
466 maggiormente critici.

467

468 40. Quali che siano le cause interne, con riguardo alle complessità delle crisi in concreto
469 osservate si distinguono con sufficiente evidenza le seguenti situazioni tipiche:

470

a) le crisi di tipo localizzato;

471

b) le crisi di efficienza;

472

c) le crisi di tipo esteso;

473

d) le crisi di origine finanziaria.

474

475 41. Nelle crisi di tipo localizzato sono presenti fattori di degrado ben definiti, isolabili e
476 rimuovibili con interventi specifici. L'origine del deterioramento può essere dovuta a
477 un'acquisizione sbagliata, a un'unità produttiva ormai obsoleta, ai pesanti effetti
478 negativi di un contratto a lungo termine male impostato, o anche soltanto alle carenze
479 di un management inadeguato. L'aspetto qualificante, comunque, è che eliminando
480 questi specifici fattori di crisi, la vitalità complessiva del sistema aziendale è conservata.
481 La rimozione può peraltro essere complessa e richiedere del tempo, lasciando l'impresa
482 indebolita. Possono dunque rendersi necessarie anche delle misure di carattere
483 patrimoniale/finanziario per far fronte alle suddette conseguenze.

484

485 42. Le crisi di efficienza coinvolgono l'intero sistema aziendale, o sue ampie porzioni, ma
486 non comportano una sostanziale definizione dei rapporti impresa-mercato; è
487 necessario invece aggiornare i processi aziendali. In particolare, devono essere
488 riformati: (1) i processi di marketing e di vendita; (2) i processi relativi alla logistica e
489 alla produzione; (3) i processi di informazione, gestione e controllo.

490

491 43. Per tutte le categorie di processi le variabili con le quali confrontarsi sono tre:

- 492 a) il miglioramento dei costi, da realizzare ad esempio attraverso l'aggiornamento e
493 la semplificazione dei processi, l'incremento dell'efficienza, l'esternalizzazione
494 delle attività che non creano valore;
- 495 b) il miglioramento delle qualità, intesa come conformità allo standard desiderato;
496 l'obiettivo può essere raggiunto ad esempio rivedendo gli input immessi nel
497 processo (come gli acquisti), rafforzando i controlli al momento dell'immissione,
498 individuando ed eliminando ogni causa di difformità nell'esecuzione;
- 499 c) il miglioramento dei tempi di risposta, ad esempio riducendo le fasi dei processi e
500 la consistenza di quanto è in corso di trattamento (come le rimanenze in fase di
501 lavorazione, gli ordini in attesa di evasione o gli input informativi non ancora
502 recepiti).
- 503 44. Nelle crisi di tipo esteso la perdita di vitalità dell'intero sistema aziendale è pronunciata.
504 Le carenze possono riguardare le caratteristiche dei prodotti, la distribuzione e l'attività
505 di marketing, la tecnologia e gli impianti, la gestione della produzione o altri aspetti. Per
506 superare il degrado si rendono necessarie nuove scelte strategiche e consistenti
507 processi di ristrutturazione, che possono comportare anche notevoli investimenti e
508 tempi di esecuzione non brevi. La debolezza dell'impresa, tuttavia, può non rendere
509 possibile questi interventi e consentire solo il risanamento di uno o di pochi rami di
510 attività.
- 511
- 512 45. Tutte le crisi, da un certo punto in poi, provocano degli effetti di tipo finanziario, che
513 alla fine portano all'insolvenza. La distruzione di risorse finanziarie è peraltro dovuta a
514 fattori economici. Nelle crisi finanziarie "pure", invece, le carenze non sono da
515 individuare tanto negli investimenti in atto, quanto nel modo in cui questi sono stati
516 finanziati. La causa di fondo, in altre parole, è lo squilibrio fra la struttura degli impieghi
517 di capitale compiuti (con i flussi finanziari che li caratterizzano) e la struttura delle fonti
518 utilizzate (con i flussi necessari al loro utilizzo equilibrato).
- 519
- 520 46. Gli errori sono tipicamente rappresentati da un eccesso di indebitamento e da una sua
521 inadeguata strutturazione per scadenze. Altre volte la causa è da vedere nell'eccessiva
522 espansione degli investimenti rispetto alla capacità di sostenerli finanziariamente. È il
523 fenomeno che si manifesta anche nel caso delle cosiddette crisi di crescita delle imprese

524 di minori dimensioni che hanno successo ma che si impegnano in un'espansione
525 dell'attività che non possono sostenere con il solo autofinanziamento.

526

527 47. Le crisi del tipo in esame si risolvono tipicamente con ristrutturazioni finanziarie
528 accompagnate da realizzi o con l'immissione di nuove forze imprenditoriali; le crisi di
529 crescita si risolvono invece moderando il ritmo di sviluppo o rafforzando in qualunque
530 modo la patrimonializzazione dell'impresa.

531

532 3.4 La consistenza del progetto industriale

533

534 48. In generale un processo di ristrutturazione e di rilancio comporta i seguenti obiettivi:

- 535 a) mettere sotto controllo l'impresa e gestire le emergenze;
- 536 b) ricostruire i rapporti con i portatori di interessi (stakeholder);
- 537 c) consolidare l'impresa e porre le basi per il suo rilancio;
- 538 d) risolvere i problemi finanziari.

539

540 49. I percorsi sono tipicamente disciplinati da un piano industriale e da un piano finanziario,
541 che la prassi vede spesso trattati come entità distinte, perché affrontano temi diversi,
542 che richiedono competenze differenti. È evidente, tuttavia, che costituiscono due metà
543 di una stessa sfera, che devono comporsi in unità: il piano finanziario deve sostenere il
544 piano industriale e deve accogliere i flussi da questo prodotti per la sistemazione dei
545 rapporti con i creditori. E alla fine della ristrutturazione il piano finanziario deve lasciare
546 l'impresa con l'assetto necessario alla continuazione della sua attività nel tempo.

547

548 50. È sempre interessante, tuttavia, osservare il peso relativo dei due piani ai fini della
549 soluzione dei problemi finanziari. A volte il peso dei flussi derivanti dalle iniziative
550 industriali è determinante ai fini della sistemazione dei rapporti con i creditori. Altre
551 volte l'entità del rischio industriale è inferiore, poiché sono le iniziative nell'area
552 patrimoniale-finanziaria a fornire il contributo prevalente, e dunque a generare le
553 maggiori incertezze.

554

555

556 51. Ai fini dell'elaborazione – e della successiva valutazione – del piano industriale sono
557 importanti i seguenti fattori:

- 558 a) le misure (già attuate o in corso di attuazione) per stabilizzare la crisi;
559 b) le premesse poste alla base del piano;
560 c) la struttura del progetto di trasformazione;
561 d) i mezzi disponibili per la gestione attuativa.

562 3.4.1. Le misure per la stabilizzazione della crisi

563

564 52. La gestione di una crisi comincia di regola con l'adozione di alcune misure organizzative
565 urgenti, di iniziative immediate nei confronti dei diversi portatori di interessi e
566 soprattutto con gli interventi di stabilizzazione per la messa in sicurezza dell'impresa.

567

568 53. Le misure del primo tipo riguardano in particolare l'eventuale sostituzione di esponenti
569 aziendali e l'affiancamento da parte di specialisti nelle diverse aree di competenza
570 (esperti contabili, consulenti legali, esperti finanziari, consulenti di management).
571 Particolare attenzione è dedicata agli specialisti in ristrutturazioni aziendali, ai quali
572 talora sono affidate anche responsabilità di gestione diretta; in particolare con
573 l'attribuzione del ruolo formale di *Turnaround Manager*, o anche di *Chief Restructuring*
574 *Officer* (CRO).

575

576 54. Stabilizzare l'impresa significa impedire il suo ulteriore scivolamento lungo il piano
577 inclinato della crisi, riportandola sotto controllo. Quando la gestione torna sotto
578 controllo si ricompongono i processi aziendali, la cui regolarità era compromessa da
579 problemi connessi agli approvvigionamenti, alla programmazione dell'attività
580 produttiva, alle consegne, alla qualità, al controllo dei costi, alla raccolta di ordini.
581 L'impresa che torna sotto controllo riprende la capacità di programmare e di assumere
582 impegni credibili nei confronti dei terzi. Finché questo non avviene l'elaborazione del
583 piano industriale resta precaria.

584

585 55. Va ricordato, in proposito, che il superamento delle crisi richiede per sua natura misure
586 con effetti risolutivi a medio-lungo termine. Tuttavia, a quella fase temporale bisogna
587 arrivare, assicurando la continuità aziendale nel breve termine. L'importanza dei flussi
588 di reddito inoltre resta indiscussa, ma va coniugata con l'attenzione per i flussi di cassa,
589 perché a questi è affidata la difesa dall'insolvenza.

590

591 56. Le misure per la messa in sicurezza dell'impresa tipicamente comprendono:

- 592 a) gli interventi per il presidio della liquidità a breve termine, anche con misure
593 straordinarie;
- 594 b) la gestione dei rapporti con i fornitori e con i clienti critici per assicurare la continuità
595 dei rapporti commerciali;
- 596 c) la gestione dei rapporti con le banche, per ottenere l'accompagnamento finanziario
597 indispensabile alla continuità della gestione;
- 598 d) le azioni immediate per migliorare la redditività e i flussi monetari, che tipicamente
599 comprendono la selezione ed il ridimensionamento (anche temporaneo) delle
600 attività, l'utilizzo degli ammortamenti sociali, il recupero di efficienza nei flussi
601 operativi, la compressione dei costi di struttura;
- 602 e) il rafforzamento dei controlli sulla gestione (anche per assicurare l'appropriatezza
603 degli atti compiuti).

604 3.4.2 Le premesse alla base del piano

605

606 57. Il realismo di un piano dipende, anzitutto, dalle premesse sulle quali è costruito. In
607 particolare sono necessari:

- 608 a) un attento esame delle cause della crisi, con la puntuale individuazione delle
609 parti del sistema aziendale direttamente colpite;
- 610 b) un'accurata analisi dei punti di forza e di debolezza dell'impresa, associata ad
611 una valutazione delle opportunità e delle minacce che si presentano nel
612 contesto di riferimento;
- 613 c) una formulazione meditata di tutte le ipotesi di lavoro accolte, da ritenere
614 sostenibili in quanto coerenti: (i) con lo scenario economico complessivo; (ii)
615 con le specifiche dinamiche del settore; (iii) con la condotta delle imprese
616 ritenute confrontabili; (iv) con le particolari condizioni nelle quali versa
617 l'impresa;
- 618 d) un apprezzamento razionale delle risorse di cui l'impresa dispone – per
619 sostenere il proprio sforzo – sul piano finanziario, tecnico e organizzativo, come
620 pure degli appoggi che potrà ragionevolmente ottenere.

621

622 3.4.3 La struttura del processo di trasformazione

623

- 624 58. La complessità – e l’onerosità – della trasformazione dipende naturalmente dalle
625 caratteristiche della crisi che si è radicata e dalle cause che l’hanno prodotta, già
626 analizzate in precedenza. È ben diverso – ad esempio – il piano che deve proporsi di
627 neutralizzare uno specifico punto di crisi, o di introdurre un efficientamento in alcuni
628 processi, da quello che deve risolvere problemi strutturali di fondo.
629
- 630 59. A volte il progetto industriale è relativamente modesto, come accade ad esempio nel
631 caso di molte crisi immobiliari, dove il problema è essenzialmente quello di consentire
632 una efficiente ripresa dei cantieri al fine del completamento degli immobili da avviare
633 poi alla vendita.
634
- 635 60. Nei casi più complessi il piano industriale tipicamente comprende:
636 a) la formulazione di una nuova strategia mirata;
637 b) la stesura di un piano di azione, comprensivo degli interventi da compiere nelle
638 diverse aree aziendali, dei compiti da svolgere e dei risultati da conseguire;
639 c) il disegno dei cambiamenti organizzativi da introdurre, in coerenza con la strategia
640 e con i nuovi indirizzi operativi.
641
- 642 61. Ai fini della riformulazione della strategia aziendale in linea di principio tutti i modelli di
643 analisi strategica sono validi. Tuttavia, in un contesto di crisi le scelte sono molto
644 vincolate, in primo luogo per la scarsità di risorse. È poi da evitare l’assunzione di nuovi
645 rischi, sicché le scelte devono privilegiare le iniziative che comportano un’alea limitata
646 (e limitati impieghi di capitale). Inoltre, come abbiamo già visto, si rende necessario un
647 bilanciamento particolare fra risultati a breve ed a medio-lungo termine, così come fra
648 flussi di reddito e flussi di cassa. Nel tempo i vincoli possono allentarsi, pur continuando
649 a sussistere.
650
- 651 62. Spesso la strategia segue un percorso di focalizzazione, cioè di concentrazione selettiva
652 degli sforzi verso le aree nelle quali l’impresa gode di un maggior vantaggio competitivo,
653 perché le iniziative così caratterizzate offrono risultati relativamente più sicuri, in tempi
654 ravvicinati e con investimenti più contenuti.
655
- 656 63. A livello di *corporate strategy* come sempre la scelta è orientata dal confronto fra
657 appetibilità del business e capacità di competere in tale area. Spesso si ridefinisce il *core*

658 *business* e si avviano alla dismissione le rimanenti attività. Oppure si formulano scelte
659 di diverticalizzazione o di focalizzazione di tipo geografico.

660

661 64. A livello di business strategy la selezione riguarda in primo luogo i segmenti prodotto-
662 mercato da coltivare, talora con una riduzione selettiva delle linee di prodotti o delle
663 categorie di clienti serviti. Nel medio termine può intervenire una nuova selezione in
664 base a volumi, tassi di crescita, margini, rapidità di risposte, stagionalità, lunghezza del
665 ciclo produttivo e fabbisogno di circolante. Quanto alle modalità per esercitare l'azione
666 competitiva, molto dipende dal tipo di vantaggio da attivare, di costo o di
667 differenziazione. Ne consegue poi la definizione del modo di gestire le diverse fasi della
668 catena del valore.

669

670 65. Il miglioramento dei processi critici è un importante anello di congiunzione fra la
671 strategia e l'impegno operativo. Il piano di azione deve poi essere articolato per singola
672 area di responsabilità, precisando per il relativo titolare obiettivi, strumenti, tempi e
673 risultati. In mancanza di una concreta articolazione operativa, il piano industriale rischia
674 di esprimere delle mere aspettative, senza imprimere una guida per tutti coloro che
675 devono adoperarsi per realizzare i risultati voluti.

676

677 66. Il piano industriale si completa con il nuovo disegno della struttura organizzativa, per
678 condurre a termine la trasformazione (dopo le misure già adottate in via immediata) in
679 coerenza con la strategia prescelta e con la nuova impostazione delle attività. In
680 particolare, va valutato il contributo che può derivare dal decentramento e dalla
681 responsabilizzazione, alla ricerca dell'efficienza, come pure dello snellimento dei
682 processi e all'incremento sia dell'elasticità che della flessibilità dell'impresa di fronte ai
683 cambiamenti esterni. Le politiche in materia di gestione delle risorse umane devono
684 essere di conseguenza adeguate.

685

686 3.4.4 I mezzi disponibili per la gestione attuativa

687

688 67. Varare un piano lucido e coerente in ogni sua parte costitutiva è un po' come approvare
689 una buona legge: i risultati pratici dipenderanno dalla qualità della successiva
690 attuazione. Si tratta evidentemente di una fase critica, nella quale l'enfasi è posta sulla
691 capacità di realizzazione, anziché sulla capacità di elaborazione progettuale. Le

692 difficoltà dipenderanno dalla misura delle discontinuità da introdurre, dalle risorse
693 disponibili, dall'atteggiamento delle componenti aziendali verso il cambiamento, dalla
694 leadership esercitata. Soprattutto sarà necessario coniugare la saldezza degli obiettivi
695 e l'incisività dell'azione con la duttilità necessaria per fronteggiare tutte le cause di
696 variabilità che possono presentarsi. Qualsiasi impresa rivede anche più volte nel corso
697 dell'esercizio il suo budget, per identificare gli scostamenti dalle previsioni e per
698 approntare le necessarie misure correttive. E anche i piani pluriennali sono
699 regolarmente aggiornati. Nel caso di un'impresa in crisi, tuttavia, le cause di variabilità
700 sono più numerose e i loro effetti possono essere molto più marcati. Le turbative
701 possono essere dovute a sviluppi inattesi, ad ipotesi di lavoro non più attuali, a misure
702 errate o inefficienti, a realizzazioni non corrette, a risultati comunque inferiori alle
703 aspettative.

704
705 68. In partenza, è necessario verificare la consistenza dei mezzi disponibili per una efficace
706 gestione organizzativa, partendo dalle caratteristiche del management e dalla sua
707 capacità di coinvolgere in un comune sforzo tutti i membri della struttura aziendale;
708 estendendo poi l'esame alla qualità dell'accompagnamento professionale esterno e
709 verificando infine la presenza di adeguati meccanismi per la corretta e tempestiva
710 misurazione dei risultati, come pure per l'attivazione delle risposte necessarie.

711
712
713 69. In un'impresa in crisi i normali meccanismi di controllo di gestione devono essere
714 rafforzati. In particolare, si rendono necessari dei rapporti informativi ravvicinati che
715 consentano di tenere sotto controllo gli elementi "sensibili" del piano, che di regola
716 sono: (1) le vendite e i margini lordi; (2) i fattori critici di performance; (3) la posizione
717 finanziaria netta e il livello del capitale circolante; (4) lo stato di avanzamento dei
718 progetti speciali (iniziative particolari, realizzazioni); (5) lo stato di attuazione degli accordi
719 con i diversi portatori di interessi.

720

721 3.5 Le caratteristiche del progetto finanziario

722

723 70. Il piano finanziaria disciplina tutti i flussi associati al percorso di ristrutturazione, con
724 l'obiettivo di: (1) mostrare la sostenibilità del piano industriale; (2) sistemare i rapporti

725 con i creditori; (3) lasciare l'impresa debitrice (se conservata) con una struttura
726 finanziaria in grado di sorreggere la sua attività futura. Si tratta del documento che
727 richiama la maggior attenzione dei creditori, perché ne definisce la sorte. Di seguito
728 sono illustrati i tipici momenti del suo sviluppo.

729

730 71. Se vi sono nuovi impegni finanziari – anche condizionati – da parte dei soci, o di altri
731 investitori, si comincia dalla loro presentazione, perché l'influenza esercitata è
732 notevole. Apprendere che vi sono soggetti che credono nella possibilità di recupero
733 dell'impresa e che mettono a disposizione capitali o garanzie è evidentemente di
734 conforto per i creditori. Altre volte l'ingresso – sempre condizionato – dei nuovi
735 investitori può intervenire in una fase negoziale successiva, quando si rivela necessario
736 rafforzare le iniziative previste dal piano industriale e offrire migliori prospettive ai
737 creditori.

738

739

740 72. Un secondo capitolo importante è quello dei possibili realizzi (rinegoziando le eventuali
741 garanzie), che possono essere anche laboriosi ma che comunque assicurano risorse
742 indipendenti dai risultati della gestione industriale. Spesso sono dunque considerati più
743 affidabili dai creditori.

744

745 73. A questi ultimi è in primo luogo chiesto di formalizzare una moratoria (“pactum de non
746 pretendo”), talora concessa informalmente sin dal principio. L'intervento di una
747 procedura rende naturalmente superfluo questo passaggio. Le proposte riguardano poi
748 il consolidamento dei debiti, il riscadenziamento dei prestiti e la riduzione dei tassi (con
749 eventuali clausole “di ristoro” in caso di recupero della redditività). La presenza di una
750 procedura regola secondo la legge la questione degli interessi.

751

752

753 74. Più pesanti sono le richieste di rinuncia a parte dei crediti e degli interessi maturati, o
754 di conversione dei crediti in capitale, o in altri strumenti finanziari. Gli stralci,
755 differenziati per classi omogenee nel rispetto delle regole, nelle procedure sono al
756 centro delle proposte ai creditori.

757

758 75. Assai delicata è sempre la richiesta di concessione di “nuova finanza”, perché per le
759 controparti finanziarie si tratta di mettere nuovi capitali a rischio, nella consapevolezza
760 delle ormai accertate difficoltà dell’impresa. La soluzione più semplice è rappresentata
761 dalla concessione di linee di credito autoliquidanti (attraverso lo sconto di effetti o
762 l’anticipazione su fatture), che però a volte è necessario integrare con ulteriori
763 finanziamenti per cassa e con credito di firma, essenziali per la partecipazione a gare e
764 per l’acquisizione di contratti estesi nel tempo. Nelle procedure, il beneficio della
765 prededuzione dovrebbe ampliare la possibilità di acquisire nuove risorse.

766
767 76. Il piano deve infine essere in grado di dimostrare la progressiva normalizzazione della
768 situazione debitoria dell’impresa con il rientro delle esposizioni critiche, lasciando alla
769 fine l’impresa – se questo è il caso – con una struttura finanziaria sostenibile. Nelle
770 procedure, il piano deve anzitutto esporre come è realizzato il soddisfacimento offerto
771 ai creditori.

772 3.6 Il quadro giuridico che regola i rapporti

773

774 77. Ai contesti economici nei quali si collocano le crisi d’impresa, già descritti, si
775 sovrappongono i contesti giuridici che regolano i rapporti fra le parti interessate. Dalla
776 sovrapposizione possono derivare effetti agevolanti o limitazioni per le scelte
777 operative, e talora anche la presenza di opzioni. Gli scenari possibili, alla luce del nuovo
778 Codice della Crisi e dell’Insolvenza (CCII) sono brevemente ricordati di seguito.

779

780 78. Nel caso delle trasformazioni pienamente controllate è da ritenere che i processi
781 possano svolgersi interamente nella sfera dell’autonomia privata. Lo stesso potrà
782 verosimilmente accadere qualora il piano di risanamento richieda solo un appoggio da
783 parte del sistema bancario (con l’eventuale aggiunta di un ridotto numero di altri
784 importanti creditori).

785

786 79. Nei casi di turnaround che coinvolgono l’intero ceto creditorio, il primo passo sarà
787 verosimilmente rappresentato dall’accesso ad una composizione negoziata (art. 12-25
788 quinquies CCII), per effetto delle misure protettive che questa offre e per la spinta
789 negoziale data dall’esperto nominato allo scopo.

790

791 80. Se la composizione non conduce ad un accordo di moratoria, l'impresa debitrice può
792 adoperarsi per raggiungere con i creditori un accordo in esecuzione di un piano
793 attestato di risanamento (art. 56 CCII). In concreto, il legislatore ha disciplinato – e
794 incentivato – i percorsi per la ricerca di un'intesa stragiudiziale con i creditori che in
795 precedenza erano lasciati alla prassi, in regime di autonomia privata.

796
797 81. Passando alle opzioni più complesse, l'impresa debitrice può accedere alla procedura
798 fondata su di un accordo di ristrutturazione dei debiti, per la quale è prevista una
799 versione agevolata ed una versione ad efficacia estesa, rilevanti ai fini del processo di
800 approvazione (art. 57-64 CCII).

801
802 82. Una seconda procedura possibile è data dal concordato preventivo (art. 84-120 CCII),
803 nelle versioni con continuità aziendale, diretta o indiretta, oppure con liquidazione del
804 patrimonio.

805
806 83. È prevista anche la possibilità di proporre, in caso di scenario negativo, un concordato
807 semplificato per la liquidazione del patrimonio del debitore (art. 25-seties CCII).

808
809 84. Infine vi è lo scenario rappresentato dalla liquidazione giudiziale (art. 221-283 CCII),
810 interamente finalizzata alla liquidazione dei beni del soggetto debitore. La dichiarazione
811 di stato di insolvenza può peraltro condurre alla procedura conservativa indiretta di
812 amministrazione straordinaria, riformata e ora gestita dalla Fintecna SpA (entità
813 derivata dall'ormai estinto Gruppo IRI).

814
815 85. È importante riflettere sugli effetti della sovrapposizione del quadro giuridico al quadro
816 economico descritto in precedenza.

817 Intanto possono presentarsi delle alternative di percorso, con obiettivi confrontabili. Ad
818 esempio, gli accordi di ristrutturazione dei debiti possono mantenersi in uno stretto
819 ambito stragiudiziale (concluso peraltro con una eventuale omologa) oppure assumere
820 le forme dell'apposita procedura. La scelta di solito dipende dalla complessità del caso
821 e dalla concentrazione dei creditori (in particolare se limitati al ceto bancario). Può
822 pesare naturalmente anche l'utilità associata ad alcune previsioni del percorso
823 giudiziale,

824 86. La procedura di concordato preventivo può anche rappresentare la cornice di un
825 processo di turnaround. Tuttavia, sono molto pochi, nell'esperienza italiana, i casi
826 riusciti di concordato in continuità diretta; con conservazione cioè dell'azienda in capo
827 al debitore. Nella visione di quest'ultimo si tratta dunque prevalentemente di una
828 procedura dagli effetti analoghi ad una liquidazione, svolta in ambito giudiziale. D'altra
829 parte, l'esperienza pratica conosce anche le liquidazioni in bonis, quando lo spettro
830 dell'insolvenza può essere tenuto lontano.
831

832 87. Tuttavia anche un workout interamente stragiudiziale può condurre alla cessione
833 dell'azienda, e quindi avere effetti liquidatori per il debitore. Ciò accade in particolare
834 quando intervengono investitori specializzati che mirano al risanamento e alla
835 valorizzazione dell'azienda stessa, sulla base di un'intesa con i creditori finanziari e con
836 la preesistente proprietà per la distribuzione "in cascata" (*waterfall*) dei benefici della
837 cessione.
838

839 88. Gli effetti della sovrapposizione sulla fisionomia del piano finanziario che accompagna
840 il processo di gestione della crisi sono notevoli, poiché incidono sulla misura e sulla
841 formazione temporale del soddisfacimento dei creditori. Per chi è chiamato a compiere
842 una valutazione di azienda la ricognizione del passivo da assumere e dell'evoluzione
843 della struttura finanziaria è evidentemente importante.
844

845 89. Tuttavia sono da rilevare anche gli effetti che si producono nella sfera del piano
846 industriale. È necessario in particolare tenere conto dei vantaggi e degli svantaggi per
847 la gestione dell'impresa in crisi prodotti dai diversi contesti giuridici.
848

849 90. Certamente sono importanti per la conservazione della continuità aziendale aspetti
850 come il divieto di azioni esecutive, la conservazione dei contratti in essere e la
851 prededuzione a favore dei nuovi creditori, anche finanziari. Gioca tuttavia in senso
852 contrario la pubblicità negativa, che logora inesorabilmente le posizioni di mercato. Il
853 grado di vulnerabilità dell'impresa è spesso elevato, quando non gode di un vantaggio
854 competitivo robusto. La partecipazione a progetti complessi e la sottoscrizione di
855 contratti estesi diviene assai difficile.
856

857 91. Anche le relazioni contrattuali con i fornitori e con i prestatori d'opera si complicano.
858 La prededuzione comporta pur sempre un rischio, che spesso si fronteggia evitando le
859 normali dilazioni di pagamento. La fedeltà nei rapporti di collaborazione può venire
860 meno e il personale migliore può ricercare altre sistemazioni.

861
862 92. Occorre essere consapevoli che l'intera gestione di un'impresa in crisi si svolge in un
863 contesto innaturale; dove, al di là delle complicità, i processi decisionali non possono
864 più svolgersi con la prontezza e con l'elasticità richiesta dalle condizioni aziendali, a
865 causa delle procedure formali di autorizzazione e controllo, legate ad un piano
866 sostanzialmente rigido, il cui aggiornamento è laborioso.

867
868 93. Nonostante le protezioni offerte, il contesto che accompagna le procedure
869 generalmente causa una distruzione di valore.

870 4. LE VALUTAZIONI IN SENO ALLE SOLUZIONI CONCORDATE ED 871 ALLE PROCEDURE

872
873 94. Le valutazioni più frequenti richieste all'Esperto in seno alle procedure attengono alla
874 stima dell'attivo aziendale o di singole attività o di gruppi di attività, più raramente si
875 tratta di valutare le azioni o gli strumenti di debito. Le valutazioni in sede di procedura
876 sono in primis interessate al confronto fra il valore dell'impresa riorganizzata ed il
877 valore dell'impresa in liquidazione, a prescindere dalle probabilità assegnabili ai due
878 scenari. Ciò sulla base del presupposto che se il valore dell'impresa riorganizzata è
879 superiore al valore dell'impresa in liquidazione, qualunque sia la probabilità di successo
880 della riorganizzazione, quest'ultima soluzione sia sempre preferibile. Naturalmente
881 questo è un confronto astratto richiesto dalle procedure, in quanto raramente accade
882 che, se il piano di ristrutturazione dopo essere avviato deraglia, l'azienda sarà in grado
883 di recuperare in liquidazione lo stesso valore precedentemente stimato.

884 Questa circostanza crea una sorta di divaricazione fra i valori che si formano sul mercato
885 per i crediti e le azioni dell'azienda in crisi ed i valori dell'attivo aziendale stimati in
886 procedura. Il creditore che approva il piano di ristrutturazione, può cedere il proprio
887 credito sul mercato ad un valore significativamente inferiore a quello che il valore
888 dell'attivo dell'azienda ristrutturata giustificerebbe. Semplicemente perché: a) il

889 valore di mercato di quel credito considera anche il rischio che il piano di
890 ristrutturazione deragli ed b) il piano di ristrutturazione prevede comunque il
891 soddisfacimento dei creditori a date future anche molto protratte.

892 Questa circostanza fa sì che in sede di gestione della procedura i creditori dell'azienda
893 siano soggetti che hanno acquistato i crediti a sconto (spesso con un significativo
894 sconto) rispetto al valore nominale del credito e siano quindi in grado di influenzare e
895 financo di governare il processo di ristrutturazione. Alla stima del valore dei diritti
896 sull'attivo aziendale è dedicato il capitolo successivo.

897 95. Nell'ambito delle procedure l'Esperto è normalmente incaricato di stimare:

898 a) il valore dell'azienda sulla base del piano di ristrutturazione (c.d. *reorganization value*)
899 alla data corrente. Si tratta di stimare il valore dell'azienda sulla base del piano di
900 ristrutturazione, considerando i rischi propri del piano. Si tratta di un valore in
901 funzionamento, sotto l'assunzione ipotetica, che il piano possa realizzarsi (non
902 considera lo scenario di deragliamento del piano); pertanto il valore riflette il solo
903 scenario di funzionamento.

904 b) il valore di liquidazione forzata ed atomistica delle singole attività (da cui ricavare il
905 degrado dei creditori privilegiati) alla data corrente. Si tratta di considerare il valore di
906 cessione delle attività singolarmente considerate, tenuto conto della loro specificità e
907 della domanda da parte dei potenziali investitori e di un processo di vendita
908 competitivo (asta);

909 c) il valore di liquidazione forzata dell'azienda in continuità alla data corrente. Questo valore
910 riflette il valore dell'azienda realizzabile in un processo di vendita competitivo (asta) e
911 riflette oltre al rischio di ristrutturazione, anche il rischio di insuccesso della
912 ristrutturazione stessa. In linea di principio il valore di liquidazione è ottenuto
913 muovendo dal valore di mercato, ridotto dello sconto che la debolezza contrattuale del
914 venditore, normalmente fa emergere nei processi di vendita forzata. Lo sconto è
915 naturalmente funzione inversa dell'attrattività dell'azienda per i potenziali acquirenti.
916 In linea di principio in assenza di un vero processo competitivo i partecipanti al mercato
917 stentano a riconoscere nel prezzo qualunque sinergia (universale o speciale). Quando

918 invece si verifica una competizione accesa il prezzo incorpora sinergie universali (molto
919 più rari sono i casi in cui sono incorporate sinergie speciali);

920 c) il valore di liquidazione ordinaria o accelerata di parti dell'azienda o di singole attività o
921 di partecipazioni a date future. Questo valore esprime il prezzo più probabile
922 realizzabile ad una data futura, sulla base dell'informazione corrente e del piano di
923 ristrutturazione;

924 d) il canone di affitto dell'azienda o di parti di essa. Si tratta in questo caso di considerare il
925 canone di affitto che un partecipante al mercato potrebbe riconoscere tenuto conto
926 dei costi indiretti di dissesto e della loro reversibilità;

927 e) il valore recuperabile delle attività o delle CGU ai fini di impairment test (maggiore fra il
928 valore d'uso ed il fair value). Si tratta in questo caso di assumere la prospettiva
929 rispettivamente dell'entità in ipotesi di funzionamento (per il valore d'uso) e dei
930 partecipanti al mercato (per il fair value). Poiché l'impairment test è sempre svolto
931 nell'ambito di un bilancio in continuità.

932 Nel caso della composizione negoziata della crisi, la valutazione più spesso riguarda i
933 singoli strumenti di finanziamento (crediti, azioni, obbligazioni convertibili, ecc.) per
934 diverse finalità (aumenti di capitale, cessione, trasformazione, concambio, ecc.).

935 96. In alcuni casi l'Esperto può essere chiamato a valutare l'equity dell'azienda in crisi, per
936 diverse finalità: a) trasformazione del debito in equity; b) aumento di capitale con
937 rinuncia al diritto di voto; c) transazioni fra soci; d) operazioni di finanza straordinaria;
938 e) recesso. In tutti i casi in cui oggetto di valutazione è l'equity della società o strumenti
939 rappresentativi di equity i criteri di valutazione preferibili dovrebbero essere
940 rappresentati da criteri equity side. La stima del valore dell'equity per via indiretta
941 fondata sulla differenza fra il valore dell'attivo ed il valore del debito può generare delle
942 distorsioni in relazione alla numerosità di assumption che è necessario formulare e che
943 i criteri diretti equity side permettono invece di evitare.

944

945 97. Ai fini della stima delle aziende in procedura l'esperto fa normalmente uso del piano
946 attestato. Normalmente il piano è stressato per verificare la sua tenuta al verificarsi di
947 condizioni avverse. Qualunque sia la fonte delle previsioni l'esperto è chiamato ad un

948 autonomo esercizio dello scetticismo professionale. Al riguardo si richiamano le
949 indicazioni operative già riportate nel Discussion Paper 01.2022 del 14 giugno 2012 di
950 OIV i “Impairment test dell’avviamento in contesti di crisi finanziaria e reale – Linee
951 Guida¹ che sono debbono essere applicate anche nel contesto delle aziende in crisi. In
952 particolare, l’esperto è chiamato a:

- 953 a) Capire le modalità e il processo di preparazione dei piani, nonché le relazioni tra i dati
954 previsionali utilizzati per il controllo di valore e quelli utilizzati dalle varie funzioni
955 aziendali per fini gestionali (etc. piani operativi e commerciali, programmi di
956 investimento, incentivi alla direzione aziendale, operazioni di finanziamento);
- 957 b) Analizzare i dati di piano sulla base delle informazioni interne ed esterne più recenti
958 disponibili;
- 959 c) Tenere conto delle metriche storiche e degli elementi derivabili dall’analisi degli
960 scostamenti fra budget e consuntivi, specie nell’ottica di identificare i cambiamenti di
961 scenario che hanno natura strutturale, i.e. ragionevolmente non reversibili nel medio
962 periodo;
- 963 d) Focalizzare l’analisi sulle ipotesi inerenti parametri e indicatori che hanno maggior
964 impatto sui risultati quantitativi delle stime, incluse quelle inerenti i flussi della fase di
965 stato stabile per il calcolo del valore terminale. Lo strumento più diretto per
966 l’identificazione di questi parametri-chiave è l’analisi di sensitività;
- 967 e) Attenuare il rischio connesso a previsioni avvalendosi di elementi probativi ulteriori,
968 documentabili da fonti esterne e di mercato (es. rapporti di osservatori, database
969 professionali, dati di altre società del settore, note di analisti finanziari, informazioni e
970 statistiche dei regolatori);
- 971 f) Analizzare gli elementi probativi delle ipotesi di piano con approccio integrato (e non su
972 base autonoma) con particolare attenzione ai possibili aspetti di inconsistenza tra i vari
973 elementi;
- 974 g) Motivare le ragioni della scelta di una ipotesi di scenario rispetto alle principali alternative
975 osservabili, e la risoluzione di eventuali elementi probativi rilevanti che risultino
976 contraddittori rispetto all’ipotesi scelta.

¹ https://www.fondazioneoiv.it/wp-content/uploads/2019/02/DP_01_2012_impairmenttest_1.pdf

977 4.1. La strutturazione dell'analisi

978

979 4.1.1. La definizione del percorso valutativo

980

981 98. La caratteristica delle valutazioni nell'ambito delle procedure riguarda il fatto che la crisi
982 è conclamata (ossia l'azienda non è in grado di far fronte ai propri impegni alle scadenze
983 contrattualmente definite del debito o prevede di non essere in grado a breve di far
984 fronte ai propri impegni).

985 Il primo compito dell'Esperto è identificare lo stato di gravità della crisi. Al riguardo
986 l'analisi riguarda due diversi profili: rispettivamente finanziario, misurato dalla c.d.
987 *moneyness* dell'*equity* e operativo, misurato dal vantaggio competitivo.

988 La *moneyness* dell'*equity* riguarda la relazione fra valore dell'attivo e valore nominale
989 del debito. Si possono avere tre diverse situazioni:

990 a) il valore dell'attivo è superiore al valore nominale del debito finanziario
991 (condizione per cui l'*equity* è *in the money*). In questo caso la crisi è dovuta a
992 condizioni di illiquidità ed eventualmente all'insufficiente capitalizzazione
993 dell'azienda per poter essere competitiva;

994 b) il valore dell'attivo è pari al valore nominale del debito finanziario (condizione
995 per cui l'*equity* è *at the money*). In questo caso la crisi è dovuta al fatto che
996 l'azienda sta lavorando senza patrimonio.

997 c) il valore dell'attivo è inferiore al valore nominale del debito (condizione per cui
998 l'*equity* è *out of the money*). In questo caso la crisi è dovuta al fatto che l'azienda
999 sta lavorando con patrimonio negativo.

1000 La parità competitiva riguarda la circostanza che l'azienda sia in grado o meno di
1001 remunerare il capitale investito espresso a costi di rimpiazzo.

1002 Anche in questo caso si possono verificare tre diverse situazioni:

1003 a) la redditività del capitale investito *core* riespresso a costi di rimpiazzo è
1004 superiore al costo del capitale. Se a seguito della crisi il valore dell'attivo si è
1005 ridotto significativamente, ma l'azienda è in grado di esprimere una redditività

1006 del capitale investito -riadeguato al minore valore di rimpiazzo rispetto al più
1007 elevato costo storico- superiore al costo del capitale, significa che l'azienda è
1008 entrata in crisi per via di scelte gestionali errate del passato, ma è in grado-
1009 rinnovando i cespiti a costi di rimpiazzo - di generare valore;

1010 b) la redditività del capitale investito *core* riespresso a costi di rimpiazzo è pari al
1011 costo del capitale. In questo caso l'azienda pur essendo entrata in crisi per scelte
1012 del passato è in grado di conservare il valore del capitale, rinnovando i cespiti a
1013 costi di rimpiazzo;

1014 c) la redditività del capitale investito *core* riespresso a costi di rimpiazzo è inferiore
1015 al costo del capitale. In questo caso l'azienda distrugge valore anche
1016 riesprimendo il capitale investito a costi di rimpiazzo e dunque la
1017 ristrutturazione richiede modifiche radicali sotto il profilo operativo.

1018 L'incrocio dei due profili evidenzia le soluzioni che il piano di ristrutturazione deve
1019 affrontare rispettivamente sotto il profilo operativo e finanziario. Naturalmente i casi
1020 di crisi più grave riguardano le aziende per le quali l'*equity* è *out of the money* (valore
1021 dell'attivo inferiore al valore nominale del debito) e l'azienda distrugge valore (la
1022 redditività del capitale espresso a costi di rimpiazzo è inferiore al costo del capitale).

1023 A parità di gravità della crisi, l'agio di cui l'azienda dispone nel risolvere la crisi, è funzione
1024 inversa anche del valore di liquidazione delle attività al netto dei costi di procedura (c.d.
1025 costi diretti di dissesto) rispetto al valore di mercato dei crediti della società stessa. Se
1026 il valore di liquidazione è elevato ed al contempo il valore di mercato dei crediti è
1027 inferiore al valore di liquidazione, vi è l'interesse da parte di investitori istituzionali ad
1028 acquistare i crediti ed a forzare la liquidazione della società, senza proseguire nel piano
1029 di ristrutturazione.

1030 Se invece il valore di liquidazione è inferiore al valore di mercato dei crediti, pur nella
1031 gravità della situazione, i creditori avranno interesse a tentare la strada della
1032 ristrutturazione. Molte aziende in crisi presentano un valore di liquidazione dell'attivo
1033 prossimo allo zero. In questi casi i creditori sono ostaggio dell'azienda debitrice e non
1034 possono che approvare il piano di ristrutturazione qualunque sia il grado di affidabilità.

1035 Al contrario, se un'azienda che versa in uno stato di crisi molto grave, si caratterizza per
1036 una elevata fungibilità delle sue attività, il cui valore è largamente indipendente da

1037 come l'azienda ne finanziò l'acquisto e dalla capacità dell'azienda di estrarne
1038 redditività, la pressione dei creditori è a favore della liquidazione delle attività stesse.

1039 99. Dopo aver verificato la gravità della crisi, le analisi che l'Esperto è chiamato a compiere
1040 riguardano:

1041 a) la rischiosità del piano di ristrutturazione;

1042 b) le condizioni per la stima del valore terminale (oltre il piano di ristrutturazione);

1043 c) la probabilità di successo del piano di ristrutturazione;

1044 d) l'attrattiva dell'azienda o di parte di essa o di singole attività da parte dei
1045 partecipanti al mercato;

1046 e) la modalità di liquidazione dell'azienda in grado di massimizzarne il valore (in
1047 continuità o in forma atomistica o per gruppi di attività).

1048 100. La rischiosità del piano è funzione della gravità della crisi. Se la crisi è grave è
1049 necessario ristrutturare operativamente l'azienda, conseguentemente il piano
1050 esprime risultati che sono funzione: a) di azioni in larga misura mai sperimentate
1051 prima; b) della reazione di clienti, fornitori, dipendenti; c) della reazione della
1052 concorrenza che può praticare una concorrenza di prezzo più intensa con l'obiettivo
1053 di escludere dal mercato l'azienda in crisi; d) di un scenario macroeconomico o
1054 settoriale incerto (nella misura in cui la dinamica macroeconomica e settoriale
1055 siano fra le cause della crisi). Dunque, i piani di ristrutturazione di aziende in crisi
1056 grave in genere si caratterizzano per una rischiosità maggiore rispetto ai piani di
1057 un'azienda già consolidata. Circostanza che invece non ricorre quando l'azienda –
1058 pur in crisi - esprime una redditività del capitale investito (espresso a costi di
1059 rimpiazzo) superiore o pari al costo del capitale.

1060 101. L'analisi delle condizioni per la stima del valore terminale, riguarda la base informativa
1061 necessaria a sostenere gli *assumption* alla base della stima del valore terminale. Ad
1062 esempio, in un settore in crisi, dove il costo di rimpiazzo delle immobilizzazioni
1063 tecniche è significativamente inferiore al loro costo storico, nella stima del valore
1064 terminale i capex di mantenimenti dovrebbero essere commisurati al costo di

1065 rimpiazzo dei cespiti. O ancora, un'impresa in crisi mostra in genere un capitale
1066 circolante molto contenuto, per via della quantità di debiti di fornitura scaduti, nella
1067 stima del valore terminale occorre considerare la normalizzazione di incassi e
1068 pagamenti. Un'impresa in crisi può disporre di perdite pregresse fiscalmente
1069 deducibili non integralmente recuperate nel periodo di piano: in questo caso sarebbe
1070 necessario stimare il valore terminale sulla base di un'aliquota fiscale piena e
1071 aggiungere poi al valore terminale il valore attuale degli scudi di imposta per gli anni
1072 successivi al piano.

1073 102. La probabilità di insuccesso del piano di ristrutturazione esprime il rischio che il piano
1074 deragli e l'azienda sia costretta alla liquidazione in tempi successivi, con ulteriore
1075 perdita di valore per i creditori. La probabilità di insuccesso è funzione delle
1076 discontinuità che il piano introduce, in termini di strategia, di politica commerciale e
1077 di prodotto, ecc. in termini di rimedi rispetto alle cause della crisi. Minori sono le
1078 discontinuità, minore è la probabilità di insuccesso del piano. Laddove il *turnaround*
1079 prevede un completo riorientamento dell'azienda, il rischio del piano è simile a
1080 quello che caratterizza una *start-up*.

1081 103. L'analisi dell'attrattività dell'azienda o di parte di essa o di singole attività da parte dei
1082 partecipanti al mercato costituisce la base su cui costruire la stima del valore di
1083 liquidazione. L'attrattività dell'azienda o di parti di essa è funzione:

- 1084 a) della rarità delle capacità, delle risorse e delle competenze chiave dell'azienda;
- 1085 b) della specificità/fungibilità delle attività aziendali;
- 1086 c) delle complementarità di quelle risorse e competenze per eventuali acquirenti
1087 strategici;
- 1088 d) dello stato di salute del settore;
- 1089 e) delle condizioni macroeconomiche generali.

1090 In linea generale vale il principio secondo cui in un settore in crisi (caratterizzato da
1091 eccesso di capacità produttiva) il prezzo di liquidazione anche di attività altamente
1092 fungibili (arei, navi, ecc.) è molto contenuto, per via del fatto che i partecipanti al
1093 mercato in grado di garantire il massimo e miglior uso a quelle attività soffrono in
1094 genere di una condizione di razionamento di risorse finanziarie. Pertanto, l'acquisto

1095 può interessare eventualmente operatori speculativi disposti ad acquistare le attività
1096 solo con uno sconto significativo.

1097 104. L'ultimo aspetto rilevante dell'analisi riguarda la modalità di liquidazione in grado di
1098 massimizzare il valore dell'attivo aziendale (liquidazione dell'azienda in continuità o in
1099 forma atomistica o per gruppi di attività). Nel caso di grandi aziende diversificate è
1100 frequente la situazione per cui alcuni business siano di particolare interesse per il
1101 mercato, mentre altri invece non raccolgono alcun interesse. La ragione può essere
1102 dovuta proprio al fatto che l'azienda ha attuato un processo di diversificazione (di
1103 insuccesso) con l'effetto di diluire le buone performance della sua attività originaria,
1104 con molte iniziative in altre attività a redditività negativa o comunque
1105 significativamente inferiore al costo del capitale. Questa analisi riguarda dunque il
1106 confezionamento del perimetro di cessione in grado di attirare il maggior numero
1107 possibile di potenziali acquirenti.

1108 4.1.2. La composizione negoziata della crisi
1109

1110 105. Mentre in sede di procedura, normalmente l'Esperto è chiamato a stimare il valore
1111 dell'attivo dell'azienda, nel caso della composizione negoziata della crisi, la valutazione
1112 più spesso riguarda i singoli strumenti di finanziamento (crediti, azioni, obbligazioni
1113 convertibili, ecc.) per diverse finalità (aumenti di capitale, cessione, trasformazione,
1114 concambio, ecc.). Nel caso di composizione negoziata della crisi, l'azienda avvia un
1115 processo di negoziazione finalizzato a minimizzare i costi indiretti di dissesto ed a
1116 favorire soluzioni meno traumatiche, in quanto diagnosticate e gestite in forma
1117 precoce. Per questa ragione i valori oggetto di stima fanno generalmente riferimento
1118 ai valori di mercato degli strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, crediti, ecc.).

1119 106. La principale peculiarità valutativa riguarda gli eventuali effetti diluitivi che la
1120 sottoscrizione di nuovo *equity* o il rifinanziamento dei debiti esistenti comporta per i
1121 "vecchi azionisti".

1122 L'effetto diluitivo può caratterizzarsi per una diversa intensità. Nelle forme più lievi,
1123 comporta soltanto una riduzione della partecipazione

1124 L'effetto diluitivo può assumere due forme diverse:

- 1125 a. In caso di AUCAP, con l'emissione di nuove azioni in numero tale da ridurre
1126 il valore delle azioni *post money* al di sotto del valore delle azioni *pre-*
1127 *money*;
1128 b. In casi di rinegoziazione del debito, con la riduzione dell'utile per azione per
1129 via di condizioni praticate sul rifinanziamento dei debiti esistenti più
1130 onerose.

1131 L'effetto diluitivo è in genere tanto maggiore quanto minore è l'incremento di valore
1132 atteso (NPV) conseguente al rifinanziamento o all'aumento di capitale. Ciò per via del
1133 fatto che il sottoscrittore di nuovo capitale o di nuovo debito in assenza di generazione
1134 di nuova ricchezza, sconta rischi elevati di illiquidità della partecipazione o del credito
1135 non compensati da una creazione di valore della società.

1136 107. Poiché la valutazione nel caso di composizione negoziata riguarda strumenti di *equity*
1137 e di debito, occorre considerare la peculiare condizione delle imprese in crisi, per le
1138 quali in genere non è verificato il principio secondo cui il valore dell'attivo è
1139 indipendente dalla struttura finanziaria d'impresa. Conseguentemente occorre
1140 considerare nella stima del valore *pre-money* tutti i condizionamenti che i vincoli
1141 finanziari impongono in termini di ridotta flessibilità operativa, rinuncia agli
1142 investimenti e più in generale alle opportunità di sviluppo.

1143 4.1.3. La scelta del tasso di sconto e/o del multiplo di valutazione

1144

1145 108. Nelle valutazioni delle aziende in crisi è necessario chiarire l'architettura dell'impianto
1146 valutativo, in quanto spesso è adottato un approccio misto. A solo titolo di esempio il
1147 valore desumibile dal piano di riorganizzazione può essere stimato sulla base di un DCF,
1148 utilizzando per la stima del valore terminale un multiplo di società comparabili in bonis
1149 o viceversa un'ipotesi di natura fondamentale (ad esempio valore terminale = capitale
1150 investito finale, sulla base dell'*assumption* che l'impresa raggiunga la parità
1151 competitiva, ossia rendimento del capitale = costo del capitale). Il valore di liquidazione
1152 è normalmente ricavato applicando uno sconto al valore di mercato, ecc.

1153 109. La scelta del tasso di sconto è funzione della configurazione di valore da ricercare e
1154 dell'architettura dell'impianto valutativo, in quanto:

1155 a) alcune configurazioni di valore esplicitamente escludono alcuni rischi: è il caso del
1156 valore desumibile dal piano di riorganizzazione che non considera il rischio di
1157 deragliamenti del piano di ristrutturazione, in quanto esprime il valore che avrebbe
1158 l'azienda se il piano di ristrutturazione venisse realizzato (il valore desumibile dal piano
1159 di riorganizzazione è sempre un valore di funzionamento ed esclude dunque lo scenario
1160 di liquidazione). Il valore desumibile dal piano di riorganizzazione considera solo il
1161 rischio dei diversi possibili esiti di maggiore o di minore successo del piano di
1162 ristrutturazione;

1163 b) alcune configurazioni di valore sono ricavate attraverso l'applicazione di sconti: è il
1164 caso del valore di liquidazione che normalmente è ricavato applicando sconti al valore
1165 di mercato. L'applicazione di sconti equivale sotto il profilo della sostanza economica
1166 ad una maggiorazione del tasso di attualizzazione e quindi nel caso in cui si applichino
1167 sconti non è necessaria alcuna maggiorazione del tasso di attualizzazione. Il valore di
1168 mercato (da cui è ricavato il valore di liquidazione) considera invece due scenari
1169 alternativi (lo scenario di ristrutturazione e lo scenario di liquidazione) ed il rischio che
1170 riflette è funzione della dispersione degli esiti di quegli scenari

1171 110. Ai fini della stima del valore desumibile dal piano di riorganizzazione l'Esperto potrà
1172 muovere dal piano attestato e stimare il costo del capitale sulla base di criteri noti
1173 (CAPM) con le seguenti precauzioni:

1174 a) nella determinazione della struttura finanziaria occorre considerare che un'impresa
1175 in ristrutturazione è esposta a maggiori rischi rispetto ad un'azienda in condizioni
1176 normali, ciò comporta una struttura finanziaria più pesata a favore del capitale di
1177 rischio. Nel caso in cui il piano di ristrutturazione si caratterizzi per rilevanti
1178 discontinuità la struttura finanziaria dovrebbe essere *full equity* e
1179 conseguentemente il tasso di sconto commisurato al costo dei mezzi propri
1180 *unlevered*. In linea di principio ai fini della stima del valore desumibile dal piano di
1181 ristrutturazione non si dovrebbe mai far uso di una struttura finanziaria di
1182 riferimento cui sarebbero associati oneri finanziari indeducibili (data la capacità di
1183 generazione di Ebit nel periodo di piano) ai sensi della norma sulla *thin*
1184 *capitalization*;

1185 b) il piano ristrutturazione non esprime di norma flussi mesi attesi, ma i flussi
 1186 riconducibili allo scenario più probabile, i quali esprimerebbero flussi medi attesi
 1187 solo se gli spazi di *upside* e di *downdside* fossero perfettamente simmetrici ed
 1188 equiponderati. Poiché di norma il piano attestato presenta maggiori rischi di
 1189 *downdside* rispetto a rischi di *upside*, può essere opportuno, nel caso in cui si faccia
 1190 uso dei flussi di piano, anziché di flussi medi attesi, applicare un premio per il rischio
 1191 di *execution* del piano, ossia per il rischio che l'azienda non realizzi i flussi di piano,
 1192 ma risultati inferiori (propri degli scenari stressati o delle sensitivity negative (vedi
 1193 paragrafo 21) ;

1194 c) Il piano di ristrutturazione può prevedere un sacrificio di remunerazione di banche e
 1195 di finanziatori a titolo di debito. Tuttavia, non si tratta di "costi di mercato" dai quali
 1196 poter ricavare i tassi di sconto appropriati ai fini della valutazione. Il costo del debito
 1197 dovrebbe essere ricavato sulla base di costi di mercato per società comparabili
 1198 caratterizzate da strutture finanziarie coerenti con il calcolo del wacc (costo medio
 1199 ponderato del capitale). Di seguito a solo titolo di esempio si riportano i tassi
 1200 (*redemption yield*) per classi di rating di emittenti corporate in euro a diverse date
 1201 (fonte BofA):

Rating	<i>Redemption yield</i>			
	31/12/2021	31/12/2022	29/12/2023	30/04/2024
AAA	0,3%	3,2%	2,7%	3,3%
AA	0,2%	3,5%	3,1%	3,5%
A	0,5%	3,9%	3,5%	3,9%
BBB	0,8%	4,6%	3,8%	4,2%
BB	2,5%	6,4%	5,5%	5,4%
B	4,3%	8,7%	7,0%	7,4%
CCC	7,0%	17,1%	20,0%	20,5%

1203 c) quando l'intero settore cui appartiene l'azienda è in crisi, anche le società comparabili
 1204 soffrono di un eccesso di indebitamento con conseguenti costi di dissesto. Per
 1205 questa ragione non può adottarsi la classica formula di Hamada per deleverare i
 1206 coefficienti beta, in quanto tale formula assume che il debito sia privo di rischio
 1207 (ipotesi coerente con il modello di Modigliani Miller, ma non con modelli che
 1208 considerano esplicitamente che il debito è rischioso e quindi si caratterizza per un
 1209 beta diverso da zero). L'Esperto potrà fare riferimento in questi casi a modelli
 1210 alternativi quali, a solo titolo di esempio: il modello di Fernandez; il modello di
 1211 Harris-Pringle; il modello di Miles-Ezzel; il modello di Damodaran.

1212 111. Ai fini della stima del valore di mercato (da cui poi stimare il valore di liquidazione),
1213 nella scelta del tasso di sconto occorre sempre considerare che il tasso deve esprimere
1214 il rendimento richiesto dagli investitori, considerati gli specifici rischi del percorso di
1215 ristrutturazione. I rischi del percorso di ristrutturazione riguardano, da un lato, il rischio
1216 del piano (inteso come possibile distribuzione dei risultati di maggiore o minore
1217 successo del piano) e dall'altro il rischio di insuccesso del piano stesso (probabilità di
1218 deragliamenti del piano). Il rischio del percorso di ristrutturazione è misurabile dalla
1219 deviazione standard dei possibili esiti.

1220 Ad esempio, se l'azienda A presentasse un valore al termine del piano pari a 200 ed un
1221 valore di liquidazione pari a zero ed il rischio di successo del piano fosse il 50%,
1222 mostrerebbe un valore atteso pari a 100 (= 200 x 50% + 0 x 50%). L'azienda, B, che
1223 presentasse un valore pari a 1.000, con probabilità di successo del 10%, e valore di
1224 liquidazione sempre pari a zero, mostrerebbe lo stesso valore atteso pari a 100 (= 1000
1225 x 10% + 0 x 90%), ma un rischio ben maggiore. È evidente che un investitore (avverso al
1226 rischio, ossia che non fosse in grado di diversificare integralmente il rischio)
1227 richiederebbe per B un tasso di sconto sicuramente maggiore rispetto ad A, in quanto
1228 la deviazione standard dei possibili esiti è significativamente maggiore per B. In questo
1229 caso la deviazione standard sarebbe calcolabile come:

1230 *Valore desumibile dal piano di riorganizzazione* x [Probabilità di successo del piano x (1-
1231 Probabilità di successo del piano)]^{0,5}

1232 Da cui:

1233 Deviazione standard di A = 200 x [50% x 50%]^{0,5} = 200 x 0,5 = 100

1234 Deviazione standard di B = 1000 x (10% x 90%)^{0,5} = 1.000 x 0,3 = 300

1235 Considerato che l'azienda B presenta una deviazione standard rispetto all'azienda A tre
1236 volte superiore, un investitore richiederebbe un premio per il rischio molto maggiore
1237 nel caso dell'impresa B.

1238 112. La stima del tasso di sconto ai fini delle valutazioni a supporto della composizione della
1239 crisi può richiedere la stima del valore dell'*equity* della società. In questi casi la stima
1240 deve riflettere il rischio che grava sull'*equity* considerata la specifica struttura

1241 finanziaria di cui si doterebbe l'azienda. Nella stima del *cost of equity* occorrerebbe
1242 considerare le seguenti precauzioni:

1243 a) il debito dell'azienda in crisi è sempre *risky debt*, ciò significa che per deleverare e
1244 leverare il coefficiente beta non può essere utilizzata la formula di Hamada (la quale
1245 assume che il beta del debito sia nullo) (vedi paragrafo 109);

1246 b) la struttura finanziaria dell'azienda muta nel corso del tempo e conseguentemente muta
1247 anche il *cost of equity*;

1248 c) deve esistere un ragionevole *spread* fra il costo del debito (rischioso) praticato dai
1249 finanziatori ed il *cost of equity* stimato, con l'accortezza che nel caso di debito rischioso
1250 il tasso contrattuale (anche quando aggiornato) non esprime il rendimento richiesto dal
1251 creditore, ma il rendimento che il creditore realizza nello scenario di regolare rimborso
1252 del credito. Al riguardo è opportuno effettuare un breve esempio per comprendere la
1253 differenza fra rendimento atteso e costo contrattuale del debito.

1254 Si supponga che venga erogato ad una società a rischio di insolvenza un finanziamento
1255 di nominali 100 euro che prevede un tasso contrattuale del 17%. La scadenza del debito
1256 è fra 12 mesi. Il finanziatore fra 12 mesi, nel caso in cui il debito verrà onorato, incasserà
1257 117 euro. Supponiamo anche che la probabilità di rimborso sia pari al 95%. C'è quindi
1258 una probabilità del 5% che la società vada in default. Supponiamo che in caso di default
1259 il valore recuperabile del credito sia pari a zero. Per il creditore il rendimento del
1260 credito è dato da:

1261 $100 = (95\% \times 117 + 5\% \times 0) / (1 + IRR)$ da cui $IRR = 11\% =$ rendimento atteso

1262 Ai fini del costo del capitale CAPM il costo del debito è l'11% non il 17%, in quanto il
1263 costo del capitale si applica ai flussi medi attesi, nel nostro caso pari a: $(95\% \times 117 + 5\%$
1264 $\times 0) = 111$. Infatti, attualizzando 111 per un anno all'11% si ottiene il valore corrente del
1265 debito pari a 100.

1266 Il valore corrente del debito potrebbe essere anche ottenuto facendo uso dei flussi dello
1267 scenario più probabile (*most likely scenario*) rappresentato dal rimborso del debito con
1268 interessi per 117. In questo caso si dovrebbe far uso del costo contrattuale del debito.
1269 Infatti, attualizzando 117 al 17% per un anno si ottiene il valore corrente del debito pari
1270 a 100.

1271

1272

1273 4.2. Il ventaglio delle analisi

1274

1275 4.2.1. Le valutazioni di bilancio (*impairment test*) dell'impresa debitrice

1276

1277 113. Lo stato di crisi è un fattore di presunzione di impairment. L'impresa in crisi è quindi
1278 chiamata a svolgere una verifica di recuperabilità del valore iscritto in bilancio delle
1279 proprie attività immobilizzate (materiali ed immateriali) e dell'avviamento (c.d.
1280 impairment test). La caratteristica del bilancio consiste nel fatto di adottare due possibili
1281 diverse prospettive: la continuità o la liquidazione. Ciò mentre, come abbiamo visto in
1282 precedenza, i valori di mercato dell'azienda o di parte dell'azienda in crisi esprimono una
1283 media ponderata fra il valore nello scenario di continuità (leggasi ristrutturazione) ed il
1284 valore nello scenario di liquidazione.

1285 Questa circostanza fa sì che le valutazioni ai fini di un bilancio in continuità, non
1286 considerino la prospettiva dell'insuccesso del piano di ristrutturazione.

1287 Il valore recuperabile è il maggiore fra il valore d'uso ed il *fair value* (e quest'ultima
1288 configurazione di valore corrisponde al prezzo di cessione dell'attività o dell'azienda:
1289 *exit price*). Di seguito si riportano alcune considerazioni specifiche con riguardo al valore
1290 d'uso ed al fair value.

1291

1292 114. Il valore d'uso esprime il valore dell'attività o del business nelle condizioni correnti nella
1293 prospettiva del soggetto che ne fa uso (la specifica entità in crisi), prescindendo dalla
1294 specifica struttura finanziaria.

1295 Il valore d'uso è funzione dei benefici che lo specifico soggetto è in grado di ricavare
1296 dall'attività/business stesso (entity specific) nelle sue condizioni correnti. Pertanto il
1297 valore d'uso si riferisce:

- 1298 ○ alla specifica entità;
- 1299 ○ in una prospettiva di continuità;
- 1300 ○ prima degli effetti di qualsiasi riorganizzazione o ristrutturazione operativa;
- 1301 ○ ad una struttura finanziaria target.

1302 115. Nei casi in cui l'azienda sia insolvente, ma non debba effettuare ristrutturazioni
1303 dell'attivo è frequente che il valore d'uso sia superiore al valore di mercato dell'entità
1304 stessa, nonostante i limiti posti dal principio contabile alla stima del valore d'uso

1305 (massimo cinque anni di previsione esplicita, sterilizzazione dei benefici di
1306 ristrutturazioni ed espansioni nelle quali l'azienda non si è ancora impegnata, tassi di
1307 cambio costanti, struttura finanziaria normale, ecc) ciò accade perché il valore di mercato
1308 necessariamente considera anche lo scenario di possibile liquidazione dell'azienda, il
1309 valore d'uso invece lo esclude.

1310 Questa circostanza è spesso non compresa con conseguenze anche gravi. Ad esempio,
1311 nei casi di successivo dissesto dell'azienda, proprio l'evidenza negli anni precedenti di
1312 una importante differenza positiva fra il valore recuperabile ed il valore di mercato
1313 dell'attivo (dato dalla somma, per le società con titoli quotati, fra la capitalizzazione di
1314 borsa ed il valore di mercato del debito) è assunta come indizio di un *impairment test* di
1315 povera qualità. Tuttavia, per le ragioni ora illustrate il confronto è improprio in quanto
1316 il valore d'uso deve necessariamente escludere la possibilità di liquidazione dell'azienda,
1317 scenario che invece i valori di mercato inevitabilmente riflettono.

1318 116. "Il fair value è un valore di scambio ed esprime un prezzo di cessione netto (dei costi di
1319 vendita) in una transazione ordinata, ossia una transazione che non vede né il cedente
1320 né l'acquirente in condizioni di debolezza contrattuale. Il fair value non è quindi un
1321 valore di liquidazione, ma un valore di mercato (ancorché rappresentativo di un exit
1322 price) dell'attività o del business prescindendo da come è finanziato. In quanto valore di
1323 scambio il fair value non esprime un valore entity specific, ma il valore che potrebbe
1324 essere riconosciuto dai partecipanti al mercato.

1325 Il fair value, adottando la prospettiva del partecipante al mercato, deve riflettere
1326 l'*highest and best use* dell'attività. Normalmente le aziende in crisi non sono in grado di
1327 garantire l'HBU alle loro attività. Ciò comporta che la prospettiva valutativa debba
1328 prescindere dalla realtà della specifica entità in crisi, adottando la prospettiva del
1329 partecipante al mercato. Prospettiva che, nei settori in crisi, presumibilmente non è
1330 significativamente diversa da quella della specifica entità, ma che in tutti gli altri contesti
1331 (impresa in crisi in un settore stabile o in crescita) può risultare molto diversa.

1332 Il fair value di un'attività o di un business può essere stimato, al contrario del valore
1333 d'uso, sulla base di una pluralità di approcci: income approach, market approach, cost
1334 approach. Al riguardo va rilevato che:

1335 Il fair value risente delle condizioni di illiquidità del mercato, in quanto è un valore di
1336 scambio. Infine, va rilevato come il fair value possa coincidere con il valore di mercato

1337 (al netto dei costi di cessione), ma non sempre. Essendo una configurazione di valore
1338 disciplinata dai principi contabili, l'applicazione del fair value può risultare differente da
1339 quella propria del valore di mercato, in quanto è diversa l'unità di contabilizzazione e
1340 conseguentemente di valutazione.

1341 4.2.2. Le valutazioni di bilancio (di liquidazione) dell'impresa debitrice

1342

1343 117. Il bilancio di liquidazione è redatto dai liquidatori ai sensi dell'articolo 2490 del codice civile.

1344 La configurazione di valore da assumere per ciascuna categoria di attività e di passività
1345 del bilancio di liquidazione è indicata dai principi contabili.

1346

1347 118. I principi contabili italiani (OIC) indicano per le immobilizzazioni immateriali, le
1348 immobilizzazioni materiali, le partecipazioni ed i titoli di debito, il minore fra il valore netto
1349 contabile all'avvio della liquidazione ed il valore di realizzazione desumibile
1350 dall'andamento del mercato. Le rimanenze sono valutate al minore fra il costo ed il valore
1351 di realizzazione desumibile dall'andamento del mercato. I crediti sono valutati al
1352 presumibile realizzo.

1353

1354 119. I principi contabili italiani così definiscono il valore di realizzazione desumibile
1355 dall'andamento del mercato: *“La stima del prezzo, avuto riguardo alle informazioni
1356 desumibili dal mercato e alle condizioni di vendita applicate nella fase di liquidazione, al
1357 netto dei costi diretti di vendita e dismissione. Tale valore non necessariamente coincide
1358 con il valore di mercato, ben potendo la società, per esigenze della liquidazione, decidere
1359 ad esempio di vendere a prezzi più bassi del mercato nella logica di un incasso immediato”.*

1360

1361 120. Questa definizione sembra coincidere con la definizione dei principi italiani di valutazione
1362 relativamente al valore di smobilizzo. Il PIV I.6.7. così definisce il valore di smobilizzo: *“Il
1363 valore di smobilizzo è un prezzo fattibile in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo
1364 d'investimento.”* e nel commento aggiunge: *“Di solito il valore di smobilizzo emerge
1365 quando non è rispettata la conclusione naturale dell'investimento (ad esempio perché si
1366 alienano attrezzature che erano state acquisite per un utilizzo indefinito); quando si
1367 accelerano i tempi, risentendo delle condizioni di liquidità del mercato (come avviene nelle
1368 vendite effettuate in tempi rapidi, indipendentemente dal motivo); quando viene modi-*

1369 *ficata la fisionomia dell'oggetto della valutazione per favorirne la cessione (come avviene*
1370 *quando si fraziona un immobile o un complesso industriale)".*

1371

1372 121. Questo Discussion Paper identifica il valore di smobilizzo in una liquidazione con tre
1373 particolari tipologie di valori di liquidazione (ordinata, accelerata o forzata). In particolare:

1374 a. **La liquidazione ordinata** assume che ciascuna attività sia ceduta separatamente con un
1375 ragionevole arco temporale di esposizione al mercato. Tale periodo è funzione di specifici
1376 fatti e circostanze e del tipo di attività che deve essere liquidata. La differenza fra valore
1377 di mercato e valore di smobilizzo in una liquidazione ordinata attiene al fatto che l'oggetto
1378 di valutazione nel caso di smobilizzo riguarda un'attività (o un ramo o un'azienda) di cui si
1379 è interrotto l'uso originario. Ciò è indice per i partecipanti al mercato della incapacità del
1380 venditore di garantire il massimo e migliore uso all'attività e nel caso di beni specializzati
1381 o viceversa non specializzati ma di cui esiste larga disponibilità di offerta sul mercato
1382 (come spesso accade nei casi in cui l'origine della crisi è di natura settoriale) può
1383 comportare uno sconto anche significativo rispetto al valore di mercato. Dunque il valore
1384 di smobilizzo differisce dal valore di mercato per il fatto che è noto al compratore che il
1385 venditore non è in grado di utilizzare adeguatamente l'attività .

1386 b. **La liquidazione accelerata (quick sale)** assume che ciascuna attività sia ceduta con
1387 un'esposizione al mercato inferiore a quella richiesta per una liquidazione ordinata. La
1388 vendita normalmente non avviene in forma d'asta pubblica, ma in forma di ricerca
1389 autonoma (o tramite intermediari) di controparti interessate. Talvolta è opportuno
1390 procedere alla cessione con urgenza di talune attività (più facilmente liquidabili), al fine di
1391 superare uno stato di illiquidità dell'impresa e consentire l'avvio di un piano di
1392 risanamento. In questi casi normalmente ci si riferisce ad un particolare caso di
1393 liquidazione che prende il nome di "liquidazione accelerata" (si tratta di una particolare
1394 forma di liquidazione che non è citata nei PIV). La differenza fra liquidazione accelerata e
1395 liquidazione forzata consiste nel fatto che nel caso della liquidazione accelerata la
1396 cessione non è obbligata. La differenza fra la liquidazione ordinata e la liquidazione
1397 accelerata attiene invece al fatto che nel caso di quest'ultima i tempi di cessione sono così
1398 ristretti da non consentire un'adeguata commercializzazione dell'attività.;

1399 c. **La liquidazione forzata** assume che ciascuna attività sia ceduta separatamente con
1400 adeguata pubblicità nell'ambito di una vendita obbligata che normalmente assume la
1401 forma d'asta. Nel commento al PIV I.6.7. è chiarito che: *"In una liquidazione forzata i tempi*

1402 di cessione sono così ristretti da non consentire un'adeguata commercializzazione
 1403 dell'attività (cioè non è dato un periodo sufficiente ai partecipanti al mercato per
 1404 informarsi e assumere decisioni consapevoli di acquisto in relazione alla complessità
 1405 dell'attività oggetto di valutazione). Inoltre nella liquidazione forzata il venditore è
 1406 obbligato a vendere e ciò lo pone in condizioni di debolezza contrattuale. Spesse volte la
 1407 liquidazione forzata avviene tramite asta. Normalmente le cessioni tramite asta a seguito
 1408 di liquidazioni forzate evidenziano significativi sconti rispetto alle vendite di beni
 1409 comparabili realizzate sul libero mercato". Nel commento al PIV II.1.10 è inoltre indicato:
 1410 "Il prezzo che può essere ottenuto da una liquidazione forzata dipende dalle ragioni per
 1411 cui la cessione deve essere accelerata, senza un'adeguata commercializzazione. Il prezzo
 1412 che il venditore accetterà in una liquidazione forzata riflette le peculiari circostanze che lo
 1413 obbligano a vendere in tempi ristretti che sono diverse da quelle di un venditore motivato
 1414 implicite nella definizione di valore di mercato. Il prezzo realizzabile in una vendita forzata
 1415 ha solo incidentalmente una relazione con il valore di mercato o con qualsiasi altra
 1416 configurazione di valore riportata in questi principi. Se è richiesta comunque una
 1417 indicazione di prezzo realizzabile a seguito di una liquidazione forzata, l'esperto dovrà
 1418 identificare le ragioni che impediscono al venditore di procedere ad una liquidazione
 1419 ordinaria e le conseguenze del non poter disporre di un periodo adeguato di
 1420 commercializzazione formulando appropriate ipotesi. La valutazione forzata deve anche
 1421 considerare che normalmente si svolge in un contesto che vede il venditore obbligato a
 1422 vendere ed in condizioni di debolezza contrattuale".

- 1423
- 1424 122. La tabella riportata di seguito permette di sintetizzare le differenze fra valore di mercato e
 1425 le tre tipologie di valore di smobilizzo in relazione a quattro principali profili:
- 1426 a. la capacità della configurazione di valore di catturare il *massimo e migliore uso*;
- 1427 b. la possibilità di rispettare un normale *periodo di commercializzazione* per la vendita
 1428 dell'attività;
- 1429 c) la condizione di *debolezza contrattuale del venditore*;
- 1430 d) la condizione di *obbligo a vendere*.

	Massimo e migliore uso (HBU)	Periodo di normale commercializzazione	Debolezza del venditore	Obbligo a vendere
Valore di mercato	✓	✓	X	X
Valore di smobilizzo (liquidazione ordinata)	X	✓	✓	X
Valore di smobilizzo (liquidazione accelerata)	X	X	✓	X
1431 Valore di smobilizzo (liquidazione forzata)	X	X	X	✓

1432

1433

1434

1435

1436 4.2.3. Le valutazioni dell'impresa debitrice ai fini di operazioni sul capitale

1437

1438 123. Nel caso di aziende in crisi, i mezzi propri sostanzialmente ricalcano il profilo di *pay-off*

1439 proprio di una opzione *call* scritta sull'attivo dell'azienda, con scadenza pari alla

1440 *duration* del debito finanziario e prezzo di esercizio pari al valore nominale del debito

1441 finanziario. A sua volta il valore dell'attivo aziendale è funzione della capacità di reddito

1442 prospettica dell'azienda e del valore di liquidazione delle attività. Se le attività di cui

1443 dispone l'azienda sono largamente fungibili (non specializzate) e dotate di un mercato

1444 di riferimento (si pensi ad esempio a navi, aerei, mezzi di autotrasporto, talune

1445 categorie di immobili, ecc.) il loro valore (di liquidazione) è indipendente dalla capacità

1446 di reddito della specifica azienda, ragione per cui al di sotto di una certa soglia di

1447 redditività minima, il valore dell'attivo coincide con il valore di liquidazione. Questa

1448 dinamica (non simmetrica) dei *payoff* dell'*equity* e dell'*enterprise value*, potrebbe

1449 suggerire l'uso di tecniche di *option pricing*. Tuttavia, va segnalato il rischio, con

1450 l'adozione di queste tecniche, di compiere una sistematica sopravvalutazione dell'*equity*

1451 (specie quando il valore dell'attivo è inferiore o pari al valore nominale del debito e

1452 quindi l'*intrinsic value* dell'opzione rappresentata dall'*equity* è pari a zero e l'unica

1453 componente di valore è rappresentata dal *time value* dell'opzione), in quanto non si

1454 considera il fatto che l'azienda necessita di nuovi apporti di capitale con conseguenti

1455 effetti diluitivi importanti sul valore dell'*equity*.

1456 124. I nuovi apporti di capitale in aziende in crisi comportano una diluizione di valore

1457 dell'*equity* esistente tanto maggiore quanto minore è la *moneyness* dell'*equity*, ossia

1458 quanto minore è la differenza fra valore dell'attivo aziendale e valore nominale del

1459 debito. Se la differenza è pari a zero (valore dell'attivo pari al valore nominale del

1460 debito) o addirittura negativa il valore dell'*equity* è legato alla possibilità di continuare

1461 l'esercizio d'impresa, circostanza che tuttavia richiede nuovi apporti di capitale. Per

1462 questa ragione il "cavaliere bianco" disposto ad investire nell'impresa nuovo capitale

1463 con l'obiettivo di continuarne l'esercizio normalmente richiede di sottoscrivere un

1464 aumento di capitale ad un prezzo largamente inferiore al valore delle azioni *pre-money*

1465 (valore che in buona misura è solo teorico, in quanto presuppone la continuità
1466 d'impresa che il vecchio azionariato non è in grado di garantire attraverso nuovo
1467 apporto di capitale ed è legato alla capacità del piano di ristrutturazione di riportare il
1468 valore dell'attivo al di sopra del valore nominale del debito).

1469 125. L'effetto diluitivo conseguente ad operazioni sul capitale spesso è in grado di trasferire
1470 il controllo (e quindi la *governance*) dell'azienda. Il valore del controllo nel caso delle
1471 aziende in crisi è funzione dell'attrattività dell'azienda per lo specifico soggetto che
1472 acquisisce il controllo (un concorrente, un cliente, un fornitore, un investitore
1473 finanziario interessato a strategie *buy and build*).

1474 4.2.4. La valutazione di cessione di rami aziendali o dell'azienda (anche nell'ottica della
1475 continuità indiretta)

1476
1477 126. Quando la valutazione riguarda la cessione di rami aziendali o dell'azienda è frequente l'uso
1478 di multipli. In linea generale un'azienda in crisi presenta specificità che non sono colte dai
1479 multipli riferiti a società operanti nello stesso settore, ma in condizioni di equilibrio
1480 economico e finanziario. Le condizioni di squilibrio della società in crisi possono impedire di
1481 individuare società o transazioni comparabili.

1482 Nell'utilizzo dei multipli è comunque necessaria particolare attenzione ad alcune
1483 circostanze:

1484 a) se le società comparabili operano nello stesso settore dell'azienda in crisi e la crisi
1485 riguarda l'intero settore, occorre cautela nell'uso di multipli *asset side*. Tali multipli
1486 ricostruiscono infatti l'*enterprise value* per somma fra la capitalizzazione di borsa (o il
1487 prezzo riconosciuto per l'*equity* nella transazione) ed il valore contabile del debito
1488 finanziario. Se il settore è in crisi con tutta probabilità le società comparabili sono molto
1489 indebitate ed al contempo il valore di mercato del debito è inferiore al valore contabile.
1490 La conseguenza è una sopravvalutazione del numeratore dei multipli *asset side*, con
1491 conseguente sopravvalutazione anche dell'azienda (o del ramo) oggetto di valutazione;

1492 b) i multipli anche quando correttamente calcolati esprimono valori di mercato e non valori
1493 di liquidazione. I valori di liquidazione sono di norma inferiori ai valori di mercato, in
1494 quanto scontano la debolezza contrattuale del venditore.

1495 Quando la stima si fonda invece su criteri reddituali occorre adottare la prospettiva del
1496 partecipante al mercato (ossia della categoria di investitori che potenzialmente

1497 potrebbe essere interessata all'acquisto) sia per quanto riguarda i flussi di risultato sia
1498 per quanto riguarda il tasso di sconto. Con riguardo a quest'ultimo l'investitore in
1499 genere fa riferimento ad un tasso di rendimento minimo costruito applicando uno
1500 spread al costo del capitale stimabile sulla base del CAPM. Lo spread esprime il margine
1501 di sicurezza per l'investitore ed idealmente corrisponde al tasso che applicato al piano
1502 di ristrutturazione restituisce lo stesso valore che si potrebbe ottenere attualizzando al
1503 tasso CAPM il piano di ristrutturazione stressato;

1504 c) i multipli possono riferirsi a società con strutture finanziarie completamente diverse
1505 rispetto a quella dell'azienda oggetto di valutazione. Occorre quindi valutare se, in
1506 relazione alla configurazione di valore stimata, i multipli di società comparabili possano
1507 essere utilizzati o meno e/o se eventualmente debbano essere aggiustati.

1508 4.2.5. La valutazione di cessione di beni materiali o immateriali

1509

1510 127. Normalmente il valore di mercato dei beni materiali è affidato a tecnici specializzati.
1511 In relazione alla tipologia dei beni, la valutazione può riferirsi alle condizioni effettive
1512 delle attività o al loro valore nella presunzione di un buon stato manutentivo. Nel
1513 secondo caso è necessario tradurre il valore di mercato dei beni materiali al loro stato
1514 corrente, stimando i costi curabili ed i costi incurabili (obsolescenza). Dal valore di
1515 mercato occorre poi ricavare il valore di liquidazione. Al di fuori di beni tangibili ad
1516 elevata funzionalità, dotati di un mercato di riferimento, il valore di liquidazione è
1517 generalmente inferiore al valore di mercato. Contribuiscono a determinare lo sconto
1518 alcuni elementi che occorre considerare:

1519 a) l'età e la vita residua dell'attività. Normalmente se la vita residua è ridotta, già il
1520 valore di mercato riflette un valore prossimo allo *scrap value*. In questi casi lo
1521 sconto per ricavare il valore di liquidazione può essere molto ridotto;

1522 b) la condizione di crisi del settore in cui le attività sono impiegate. Normalmente in un
1523 settore in crisi i soggetti in grado di garantire il massimo e miglior uso alle attività
1524 oggetto di cessione sarebbero le aziende già operanti nel settore che, tuttavia,
1525 possono trovarsi razzionate di capitale e maldisposte ad acquistare attività di altre
1526 aziende in crisi. In questi casi per attrarre l'interesse di altri investitori occorre che
1527 il valore di liquidazione sia significativamente inferiore al valore di mercato;

1528 c) l'obsolescenza tecnologica delle attività con *scrap value* nullo. Quanto maggiore è
1529 l'obsolescenza tecnologica delle attività nell'ambito del settore (e quindi minore è
1530 la vita utile residua delle attività con *scrap value* nullo) maggiore è lo sconto
1531 richiesto dagli acquirenti rispetto al valore di mercato;

1532 d) il valore unitario del bene. Maggiore è il valore unitario del bene, maggiore è lo
1533 sconto in genere riconosciuto in sede di liquidazione del bene stesso;

1534 e) l'effetto portafoglio. Quanto maggiori sono i beni simili da dover dismettere tanto
1535 minore è la capacità del mercato di assorbirli e quindi tanto maggiore è lo sconto
1536 in sede di liquidazione del bene stesso.

1537 128. L'Esperto anche quando affida la stima del valore di mercato delle attività materiali
1538 ad un tecnico per poi ricavare il valore di liquidazione, dovrebbe sempre verificare che
1539 il tecnico abbia considerato nella propria stima:

1540 a) la *marketability* dell'attività, ossia la vendibilità dell'attività;

1541 b) la liquidità dell'attività, ossia i tempi necessari alla vendita ed il prezzo
1542 ricavabile.

1543 La *marketability* riguarda i seguenti tre profili:

1544 a. La vendibilità dell'attività nelle sue attuali condizioni;

1545 b. La probabilità di vendita;

1546 c. Le caratteristiche dell'attività

1547 La Liquidità riguarda invece i seguenti tre profili:

1548 a) I tempi necessari a realizzare la vendita al valore corrente;

1549 b) la liquidità a disposizione dei potenziali acquirenti;

1550 c) le caratteristiche del mercato in cui può essere ceduta l'attività (ampiezza e
1551 profondità).

1552 129. Nel caso di beni immateriali in genere non esiste un mercato di riferimento e quindi
1553 la stima del valore di mercato non può che essere desunta da criteri di valutazione
1554 reddituali. I criteri di valutazione devono assumere:

1555 i. la prospettiva del partecipante al mercato, ed in particolare valutare se
1556 ed in che misura i partecipanti al mercato già dispongano di beni simili
1557 o di sostituti;

- 1558 ii. il valore difensivo che l'asset potrebbe rivestire per uno specifico
1559 soggetto. E' il caso in cui l'acquisto dell'asset intangibile permette
1560 all'acquirente di sottrarlo dal mercato, impedendo così alla concorrenza
1561 di appropriarsene;
1562 iii. i costi incurabili che l'asset può aver subito a seguito delle difficoltà
1563 finanziarie ed operative dell'azienda in crisi;
1564 iv. le potenzialità dell'asset inespresse in capo all'azienda in crisi.

1565 Ai fini della stima del tasso di sconto occorre considerare la circostanza secondo cui, di
1566 norma il tasso di sconto relativo a beni intangibili è superiore rispetto al tasso di sconto
1567 medio ponderato dell'azienda (wacc), in quanto si tratta di attività caratterizzate da un
1568 profilo di rischio maggiore.

1569 4.2.6. L'affitto di azienda

1570

1571 130. L'istituto dell'affitto d'azienda può essere considerato un'operazione di natura
1572 straordinaria mediante la quale un'impresa (locatore) attribuisce a un'altra (affittuario)
1573 il diritto alla gestione di un'azienda o ramo d'azienda dietro il pagamento di un
1574 corrispettivo.

1575

1576 131. Le aziende che vertono in stato di crisi possono ricorrere all'istituto dell'affitto di
1577 azienda, o dei suoi rami, al fine di evitare il trasferimento a titolo non definitivo
1578 dell'azienda o del ramo in questione. Di fondamentale importanza riveste, quindi, la
1579 corretta determinazione del congruo canone di locazione, il quale è funzione diretta da
1580 una parte del valore del ramo d'azienda oggetto di contratto e dall'altra di un congruo
1581 tasso di remunerazione.

1582 Per quanto concerne il valore del ramo, con riferimento alle possibili configurazioni di
1583 valore, in sede di determinazione del canone appare opportuno considerare il valore di
1584 mercato del ramo, mentre il canone d'affitto di un complesso aziendale per essere
1585 congruo deve permettere al proprietario locatore un ritorno dall'investimento,
1586 possibilmente, in grado di coprire i rischi connessi all'aver sottoscritto un rapporto di
1587 affitto.

1588 Saranno da tenere in considerazione e bilanciare tra loro tre distinte componenti:

- 1589 i. il rendimento del capitale investito sarà assunto in relazione alla
1590 remunerazione derivante dal tasso corrente di rendimento dei
1591 titoli del debito pubblico e perciò definibile priva di rischio. Nella
1592 prassi i tassi relativi a questi investimenti dovranno essere coerenti
1593 con la durata del contratto d'affitto stipulato tra le parti;
- 1594 ii. il secondo elemento riguarda la copertura del rischio di perdita di
1595 funzionalità e di efficienza del complesso produttivo. Con ciò si
1596 intende il recupero e il riassorbimento delle riduzioni di valore
1597 derivanti dalle quote di ammortamento;
- 1598 iii. l'ultimo elemento remunera, invece, il rischio di perdita
1599 dell'avviamento e si caratterizza per la ponderazione delle
1600 caratteristiche proprie del complesso aziendale oltre che delle
1601 incertezze connesse agli eventuali passaggi di proprietà e dei
1602 relativi riflessi sui risultati economici.

1603

1604 132. Più nello specifico, per la quantificazione del tasso di rendimento da applicare ai casi di
1605 affitto d'azienda, in via generale posso essere percorsi diversi approcci:

1606

- 1607 i. il primo consiste nel determinare il tasso di remunerazione
1608 mediante l'applicazione del Capital Asset Pricing Model (CAPM);
- 1609 ii. il secondo dovrebbe essere determinato considerando il rischio di
1610 insolvenza con riferimento agli impegni assunti con l'accordo.

1611

1612 Il tasso di rendimento è perciò il prodotto di molteplici considerazioni e potrà oscillare
1613 in un intervallo nel quale l'estremo inferiore è il tasso privo di rischio (risk free), mentre
1614 l'estremo superiore è il costo del capitale che, per semplicità, può essere determinato
sulla base di dati medi settoriali.

1615

1616 133. In condizioni ordinarie di operatività, il tasso di remunerazione più opportuno per la
1617 determinazione del canone appare essere il WACC, in quanto è il tasso di rendimento
1618 che garantisce la più appropriata remunerazione del capitale. In un contesto in cui gli
1619 asset aziendali non sono in grado di remunerare adeguatamente il capitale, e pertanto

1620 l'azienda distrugge valore, il tasso di remunerazione ai fini della determinazione del
1621 congruo canone per l'affitto di un ramo di azienda può essere considerato inferiore al
1622 WACC.

1623 Al fine di opportunamente riflettere il rischio legato alla locazione del ramo, nel range
1624 di valori compresi tra il tasso di privo di rischio ed il WACC, è ipotizzabile considerare il
1625 costo del debito relativo al soggetto locatario, in maniera da riflettere il rischio di
1626 insolvenza di quest'ultimo.

1627

1628 5. LE VALUTAZIONI NELL'OTTICA DEI PORTATORI DI INTERESSI 1629 (VALUTAZIONI DI CONVENIENZA ECONOMICA)

1630

1631 5.1 Le valutazioni nell'ottica dei vecchi soci

1632

1633 134. Nel caso debba valutare un'impresa in crisi per conto dei soci, l'esperto non può
1634 esprimere il valore intrinseco dell'impresa. Questa definizione ha radici nel concetto di
1635 valore in atto ed esclude così ogni ipotesi speciale, che qualifica il valore potenziale,
1636 come già previsto dal par. I.6.11 dei PIV: *"Il valore di un'azienda, di una partecipazione
1637 azionaria, di un'azione e di un bene immateriali può esprimere un valore in atto o un
1638 valore potenziale. La distinzione fra i due attributi di valore risiede nel fatto che il valore
1639 in atto esclude ogni ipotesi speciale e/o condizione ipotetica, mentre il valore potenziale
1640 considera anche il valore di benefici legati ad ipotesi speciali e/o condizioni ipotetiche.
1641 Il valore potenziale può includere anche una stima ragionevole di potenzialità per le
1642 quali non vi sono riscontri obiettivi, ma che un operatore di mercato considererebbe alla
1643 data della valutazione, anche se solo possibili o remoti"*.

1644 135. La valutazione di un valore potenziale assume una specifica declinazione nel valore di
1645 investimento. La determinazione di quest'ultimo è fatta sulla base di uno o più piani di
1646 ristrutturazione, dai quali è comunque desumibile una stima ragionevole di
1647 potenzialità. Queste ultime non hanno al momento riscontri certi, ma devono essere
1648 assunte da un operatore razionale che intenda valutare le ragioni economiche di un
1649 investimento.

- 1650 136. Trattandosi di un valore di investimento, la ragionevole espressione di tutte le
1651 potenzialità iscritte nei diversi piani di ristrutturazione introduce l'alea che definisce il
1652 profilo di rischiosità dello stesso e che dovrà essere opportunamente modulata.
- 1653 137. La determinazione del valore di investimento consente anche di considerare
1654 l'eventuale effetto diluitivo che si realizza nel momento in cui l'impresa richieda apporti
1655 di capitale di rischio a nuovi soci. Il loro ingresso avviene, normalmente, a fronte della
1656 corresponsione di tassi di rendimento più elevati rispetto alla prevalente
1657 remunerazione equa per il rischio, comportando così un'importante diluizione dei
1658 vecchi soci, destinati a perdere il controllo dell'impresa, ma interessati al valore di
1659 investimento di cui rimangono titolari.
- 1660 138. L'esperto deve quindi determinare il valore di investimento per i vecchi soci, alla luce
1661 di specifiche assunzioni ipotetiche o speciali. Quest'ultimo consente di definire il valore
1662 dei beni del debitore, valutando il valore del capitale investito, prima che siano
1663 negoziate le quote di partecipazione dei diversi *stakeholder* in ragione delle quote di
1664 debito riorganizzato.
- 1665 139. I metodi fondati sul reddito sono adeguati al calcolo del *reorganization value*, perché
1666 consentono di valorizzare le assunzioni in merito alle caratteristiche specifiche del
1667 singolo debitore e le circostanze contestuali della riorganizzazione, arrivando a
1668 permettere la comparazione di piani di ristrutturazione diversi, fondati su assunzioni
1669 specifiche per ciascuno di essi.
- 1670 140. I piani di ristrutturazione diversi si caratterizzano spesso per una distribuzione dei flussi
1671 di cassa operativi non uguale tra loro. Tale distribuzione ha comunque il compito di
1672 riflettere le alternative tra i progetti di ristrutturazione e permettere così una
1673 comparazione, necessaria per valutare l'efficacia della copertura della struttura di
1674 debito in essere.
- 1675 141. Diviene così di particolare rilievo definire il tasso di rendimento che deve essere
1676 utilizzato per la stima del valore .
- 1677 142. Certamente non può omettersi di considerare che il rischio è funzione della necessità
1678 di ristrutturare l'impresa agendo sulle leve operative e su quelle finanziarie, oppure solo
1679 su queste ultime. Nel primo caso, il profilo di rischio risulta certamente maggiore,

1680 avvicinando il tasso di sconto al costo del capitale di rischio, fino a farlo coincidere
1681 integralmente con questo (nella versione del costo dei mezzi propri *unlevered*).

1682 143. A questa relazione tra rischio del piano di ristrutturazione e costo del capitale di debito
1683 e del capitale proprio, che sposta il peso del tasso di sconto progressivamente verso la
1684 sua identificazione con il costo del capitale di rischio, deve poi essere associata anche
1685 una valutazione nel merito delle modalità di formazione di quest'ultimo.

1686 144. La determinazione del fattore di sconto deve considerare che il calcolo del costo del
1687 capitale di rischio risulta progressivamente sganciato da possibili effetti di
1688 diversificazione rispetto al rischio di mercato, evidenziando il fatto che il costo del
1689 capitale possa essere determinato sulla base di modelli che non fanno riferimento
1690 necessariamente al CAPM.

1691 145. In talune situazioni, quando le condizioni di crisi sono totalizzanti e profonde, l'impresa
1692 non presenta riferimenti di performance in alcuna delle sue serie storiche e, molto
1693 spesso, l'entità del proprio capitale tangibile è "usurata" dalla necessità di consentire
1694 un rimborso almeno parziale dei propri crediti. Questa situazione consente al
1695 valutatore di estendere le proprie fonti di riferimento anche al settore dei rendimenti
1696 attesi nel *venture capital*.

1697 146. In quest'ottica, diviene imprescindibile comprendere la struttura finanziaria di
1698 riferimento per la valutazione, posto che difficilmente rimarrà la stessa su tutto
1699 l'orizzonte di piano. Può essere allo scopo necessario utilizzare modelli a più fasi,
1700 oppure la ricostruzione di un waterfall, che consenta di trattare la partecipazione del
1701 vecchio socio alla stregua di una vera e propria opzione, il cui payoff dipenderà dalle
1702 caratteristiche della ristrutturazione, e dalle modalità di soddisfacimento dei creditori
1703 che precedono il socio, il quale mantiene ed amplifica in questo caso il proprio ruolo di
1704 *residual claimant*.

1705 147. Poiché l'obiettivo primario della ristrutturazione è la tutela di tutti i creditori, per i
1706 vecchi soci che dalla ristrutturazione possono derivare un valore nullo delle proprie
1707 quote di partecipazione, risulta rilevante quale alternativa l'esame del valore di
1708 liquidazione.

1709 148. È opportuno valutare, infatti, anche lo scenario di insuccesso degli alternativi piani di
1710 risanamento, che rappresenta un rischio per tutti i creditori ed i vecchi soci. È questo

1711 un rischio concreto e particolarmente temuto dai creditori, che grava sui piani di
1712 continuità aziendale e di cui occorre tenere conto, specialmente quando la liquidazione
1713 ritardata delle attività comporta elevati oneri di gestione e/o severe perdite di valore
1714 delle attività.

1715 149. Qualora l'alternativa tra i piani di ristrutturazione non conduca ad un valore
1716 soddisfacente della propria partecipazione originaria, quindi quale elemento di
1717 comparazione di ogni valore derivabile sulla base dei diversi piani, si rende
1718 indispensabile la valutazione dell'impresa in un'ottica liquidatoria, che consideri non
1719 solo il valore di cessione delle attività, ma anche i minori costi che derivano
1720 dall'accelerazione della dismissione e dal mancato sostenimento di costi di gestione per
1721 il periodo che precede il conclamato insuccesso della ristrutturazione. Occorre pertanto
1722 comparare i costi differenziali che interverrebbero tra una liquidazione volontaria ed
1723 una liquidazione forzata ai fini di definire il valore del capitale dei vecchi soci.

1724 5.2 Le valutazioni dei crediti

1725 150. Per valutare un credito è opportuno definire il *payoff*, ovvero il suo presumibile valore
1726 di rimborso e la probabile data dello stesso.

1727 151. Questi due elementi devono essere definiti a partire dai vincoli di graduazione che
1728 sono funzione del tipo di procedura verso cui è indirizzata la ristrutturazione. L'*absolute*
1729 *priority rule*, per la quale ogni categoria di credito deve essere integralmente
1730 soddisfatta prima che lo possa essere quella di graduazione successiva, viene applicata:

- 1731 - al concordato con piano di liquidazione;
- 1732 - al concordato in continuità, nei limiti definiti dal valore di liquidazione;
- 1733 - ai crediti di lavoro dipendente integralmente.

1734 152. Nelle altre procedure può essere applicata la *relative priority rule*, che comunque
1735 salvaguarda alcune categorie di creditori, ad esempio i privilegiati, ai quali deve essere
1736 garantito un valore non inferiore a quello attribuito ai beni in garanzia, al netto dei costi
1737 di liquidazione e della procedura.

1738 153. Diviene così essenziale per procedere alla valutazione dei crediti definire il grado di
1739 *priority* del singolo credito e valutare il *waterfall* che le alternative procedure e le
1740 diverse proposte di rimborso collegate offrono alla copertura del singolo credito.

1741 154. Il valore dei crediti deve ricadere in un intervallo definito da un estremo superiore, il
1742 valore di rimborso nel caso di successo del piano, che presuppone la continuità
1743 aziendale e la graduazione dei crediti, e il valore a stralcio, che tipicamente deriva
1744 dall'applicazione di modelli di mercato alla valutazione del credito, che originano i
1745 prezzi di cessione dei crediti stessi sul mercato secondario tra investitori istituzionali.

1746 155. Definito l'intervallo, occorre determinare il valore attuale di ogni credito sulla base
1747 della percentuale di rimborso prevista in ogni piano di ristrutturazione oggetto di
1748 valutazione e dei tempi nei quali questo pagamento verrà effettuato.

1749 156. Il valore di rimborso del credito mutuato da un piano di ristrutturazione dipende dalla
1750 probabilità di realizzazione del piano e degli alternativi valori di rimborso nel caso di
1751 riuscita parziale; il valore del credito stimato ex ante per ogni procedura si caratterizza
1752 come un valore atteso.

1753 157. Occorre pertanto che la valutazione venga effettuata tenendo conto di tale assunto.
1754 La distribuzione di probabilità utilizzabile è una Bernoulli, dove gli eventi sottostanti
1755 sono la realizzazione completa del piano o la sua mancata realizzazione, la quale è
1756 comunque espressione dei casi di parziale realizzazione o di totale insuccesso.

1757 158. La valutazione deve pertanto essere effettuata tenendo conto dell'assunto di cui al
1758 paragrafo 151. Gli eventi sono due: realizzazione completa (successo) e mancata
1759 realizzazione (insuccesso): si noti che tale evento è comprensivo dei casi di parziale e
1760 nulla realizzazione.

1761 159. La distribuzione di probabilità è una bernoulliana che attribuisce probabilità (p) alla
1762 realizzazione completa e probabilità $(1-p)$ alla mancata realizzazione. Di conseguenza,
1763 il valore di rimborso è aleatorio e si distribuisce secondo la probabilità (p) ed $(1-p)$. Nel
1764 caso di realizzazione completa, il payoff è certo e pari a quello definito nel piano di
1765 ristrutturazione. Nel caso di mancata realizzazione, coprendo questo evento tutti i
1766 "gradi" di realizzazione parziale e di non realizzazione, il payoff è aleatorio e anch'esso
1767 rappresentabile con un intervallo di valori su cui è definita una distribuzione di
1768 probabilità. Gli estremi dell'intervallo sono comunque noti, andando sempre dal valore
1769 minimo – che è il valore di stralcio – al valore massimo – che è il valore del piano di
1770 ristrutturazione pienamente realizzato.

1771 160. I compiti dell'esperto sono:

1772 i. definire la probabilità di successo (p);

1773 ii. definire il valore atteso del payoff in caso di mancata realizzazione.

1774 Nel caso in cui l'esperto disponga di informazioni o serie storiche che consentano di
1775 derivare un valore modale, per definire il payoff in caso di mancata realizzazione
1776 potrebbe essere adottata una distribuzione triangolare, tra valore minimo (min), valore
1777 modale (m) e valore massimo (max), cosicché il valore atteso diverrebbe:

1778 $(\min+m+\max)/3$

1779 161. I valori di rimborso associati ai casi di realizzazione e non realizzazione sopra definiti,
1780 sono dipendenti dalla procedura legale prescelta che determina i flussi attesi e i relativi
1781 rischi. Il tasso da applicare per attualizzare il valore atteso del rimborso può essere il
1782 risk free o il risk free maggiorato da uno spread rispettivamente nei casi in cui creditore
1783 sia neutrale oppure avverso al rischio.

1784 162. Qualsiasi ulteriore costo o commissione previsti devono essere detratti dal valore di
1785 rimborso del credito.

1786 163. L'omologa rappresenta la fattibilità giuridica e finanziaria del piano elaborata ai fini
1787 della constatazione di un'oggettiva situazione possibile, ma non elaborata sulla base di
1788 una distribuzione di probabilità dei possibili scenari sottostanti al singolo piano. Quindi,
1789 non rappresenta l'atto che trasforma il piano di ristrutturazione aleatorio in un piano
1790 di ristrutturazione certo.

1791 6. IL PERCORSO DI ANALISI DELL'ESPERTO

1792

1793 164. Di seguito è riportato il percorso di analisi da compiere per poter svolgere una
1794 valutazione di un'azienda in crisi. Il percorso di analisi si snoda attraverso quattro fasi
1795 principali:

1796 A) analisi dello stato di crisi;

1797 B) architettura dell'impianto valutativo;

1798 C) analisi del piano;

1799 D) metodiche di valutazione: scelta ed applicazione

1800 A ciascuna fase è dedicata una illustrazione del percorso che l'esperto dovrebbe
1801 seguire.

1802 165 *Analisi dello stato di crisi.* L'analisi deve permettere di comprendere il c.d. scenario di
1803 crisi in atto, attraverso l'identificazione:

1804 1. Le cause della crisi (macroeconomici, settoriali o specifici aziendali).

1805 L'analisi delle cause della crisi permette di individuare:

- 1806 ○ i punti di svolta che hanno condotto alla crisi e le basi dalle
1807 quali ripartire per lo sforzo di ripresa (se questa è possibile);
1808 ○ la natura delle cause che possono essere di natura
1809 macroeconomica, settoriale o specifica aziendale. Questa
1810 analisi permette di comprendere il contesto in cui deve essere
1811 affrontata la soluzione dello stato di crisi. E' ovvio che una crisi
1812 settoriale con eccesso di capacità produttiva offre minori
1813 prospettive di risanamento rispetto ad una crisi dovuta ad
1814 errori gestionali o a fatalità che hanno colpito la specifica
1815 azienda.

1816 2. La gravità della crisi (e il grado di reversibilità dei costi indiretti di
1817 dissesto). Questa analisi deve consentire di verificare:

- 1818 ○ se l'azienda è già stata "messa in sicurezza", rendendo possibile
1819 una gestione programmabile;
1820 ○ se i costi indiretti di dissesto (perdita di figure chiave, perdita di
1821 clienti, perdita di fornitori, vincoli finanziari, impossibilità di
1822 accedere a gare, fornire garanzie, ecc.) sono – ed in che misura
1823 – reversibili attraverso un piano di ristrutturazione.

1824 La gravità della crisi definisce lo spettro delle opzioni possibili, nel senso
1825 che: (i) quanto più la crisi è grave tanto minori sono le soluzioni
1826 possibili; (ii) la crisi può raggiungere livelli di "non ritorno" a condizioni
1827 di equilibrio. Obiettivo di questa fase consiste nel comprendere se
1828 l'azienda è risanabile o non lo è.

1829

1830 166. *Architettura dell'impianto valutativo.* L'architettura dell'impianto valutativo deve
1831 essere progettata per rispondere a:

- 1832 1. La finalità della valutazione in relazione alle possibili
1833 soluzioni/evoluzioni della crisi.
- 1834 2. L'oggetto specifico di valutazione (l'attivo aziendale, azioni, titoli di
1835 debito, titoli ibridi);
- 1836 3. La configurazione di valore ricercata (valore di mercato, valore
1837 d'investimento, *reorganization value*, liquidazione ordinata,
1838 liquidazione accelerata, liquidazione forzata, canone di affitto di
1839 azienda, valore recuperabile a fini di impairment test).
- 1840 4. La prospettiva della valutazione (*going concern o gone concern*; pre-
1841 money o post money; a struttura finanziaria corrente o a struttura
1842 finanziaria *target*)
- 1843 167. *Analisi del piano.* L'analisi del piano deve riguardare:
- 1844 1. L'ampiezza del processo di trasformazione. La caratteristica di
1845 un'azienda in crisi è che si caratterizza da una condizione di squilibrio.
1846 Di norma non esiste un valore in atto che possa essere mantenuto, ma
1847 un valore potenziale che è funzione del processo di trasformazione
1848 identificato nel piano aziendale di risanamento. Quanto più il processo
1849 di trasformazione è esteso, tanto maggiore è la sfida imprenditoriale
1850 implicita nel piano.
- 1851 2. La finalità per la quale il piano è redatto. Sotto il profilo delle finalità, un
1852 piano attestato nell'ambito di un concordato preventivo è diverso da un
1853 piano presentato alle banche nell'ambito di una composizione
1854 negoziata della crisi o ad un piano presentato ad un possibile investitore
1855 di *private equity*. Le diverse finalità del piano definiscono l'orizzonte
1856 coperto dal piano, la modalità con cui è costruito, la presenza o meno di
1857 una *Independent Business Review (IBR)*, ecc.;
- 1858 3. La ragionevolezza delle assunzioni ed i vincoli. Il giudizio di
1859 ragionevolezza è finalizzato a valutare se i flussi prospettici siano idonei
1860 ad esprimere il valore ricercato. Questa analisi consiste nel verificare se
1861 esista o meno una base ragionevolmente obiettiva delle assunzioni alla

1862 base del piano. La base può dirsi ragionevolmente obiettiva quando
1863 trova riscontro²:

- 1864 ○ nel passato (analisi storica);
- 1865 ○ nel confronto con altre società o realtà comparabili
1866 (*benchmarking*)
- 1867 ○ nelle previsioni di fonte esterna (consenso).

1868 L'esistenza o meno di una base ragionevolmente obiettiva permette di
1869 effettuare una separazione sotto il profilo logico di due diverse categorie
1870 di flussi prospettici: (i) le previsioni che si fondano su basi
1871 ragionevolmente obiettive e (ii) le proiezioni che invece rappresentano
1872 la situazione attesa sulla base di una o più assunzioni ipotetiche per le
1873 quali non esistono riscontri tratti dal passato, dalle condizioni di società
1874 comparabili o da fonti di previsione esterna.

1875 4. La natura dei flussi prospettici (condizionata o non condizionata al
1876 verificarsi di uno specifico scenario). L'esperto deve comprendere se i
1877 flussi prospettici siano condizionati o meno al verificarsi di uno specifico
1878 scenario. Normalmente le imprese formulano un piano relativo ad un
1879 unico scenario (sono rari i casi di pianificazione fondata su più scenari
1880 alternativi). Quando riferiti ad un unico scenario i flussi prospettici
1881 possono essere rappresentativi di uno scenario medio rappresentativo
1882 o viceversa riferirsi allo scenario più probabile che può o meno
1883 esprimere lo scenario medio atteso (in relazione alla distribuzione
1884 simmetrica o meno dei flussi). Se i flussi sono riferiti ad uno specifico
1885 scenario giudicato più probabile, ma che non esprime uno scenario
1886 medio atteso, ai fini valutativi occorre scontare quei flussi ad un tasso
1887 che considera oltre al costo del capitale anche un premio per il rischio
1888 di scenario. Al contrario se i flussi esprimono risultati medi attesi, i flussi
1889 non sono condizionati al verificarsi di uno specifico scenario e possono
1890 essere scontati al costo del capitale.

² Cfr. *Discussion paper* OIV n. 1/2021 su "L'uso dell'informazione prospettica nella valutazione d'azienda",
16 marzo 2021 ([https://www.fondazioneoiv.it/wp-content/uploads/2021/03/DP-OIV-2_2021-
Informazione-Finanziaria-Prospettica.pdf](https://www.fondazioneoiv.it/wp-content/uploads/2021/03/DP-OIV-2_2021-
Informazione-Finanziaria-Prospettica.pdf))

- 1891 5. La consistenza dei mezzi disponibili per la realizzazione della
1892 trasformazione. Il piano deve essere fattibile e ciò presuppone che la
1893 società disponga delle risorse necessarie alla sua realizzazione. Questo
1894 aspetto assume rilievo perché anche quando l'esperto è chiamato a
1895 valutare l'attivo aziendale sulla base di una struttura finanziaria target,
1896 il piano non può prescindere dai vincoli finanziari che si ripercuotono
1897 sugli investimenti che l'azienda è in grado di realizzare, sulle condizioni
1898 di acquisto dai fornitori e di vendita ai clienti, ecc. Questa circostanza
1899 permette di comprendere perché il piano potrebbe non esprimere il
1900 massimo e miglior uso delle attività aziendali, che invece un soggetto
1901 terzo senza vincoli (partecipante al mercato) potrebbe realizzare. In
1902 questi casi può accadere che il valore stimato sulla base del piano di
1903 ristrutturazione risulti inferiore rispetto al valore di mercato (stimato
1904 sulla base della prospettiva del partecipante al mercato).
- 1905 6. L'esistenza di un accordo con i creditori. Nell'ambito di un piano di
1906 ristrutturazione finanziaria può essere concordato con i finanziatori un
1907 piano che prevede condizioni diverse da quelle correnti di mercato. In
1908 questi casi la valutazione dovrebbe considerare per gli anni di valenza
1909 dell'accordo gli effetti in termini di benefici per la società. Una soluzione
1910 per considerare questi effetti nel periodo coperto dal piano di
1911 ristrutturazione consiste nell'utilizzare criteri *equity side* che prevedano
1912 poi una normalizzazione delle condizioni finanziarie in sede di stima del
1913 valore terminale.
- 1914 7. I rischi di execution del piano. I rischi di *execution* del piano sono
1915 funzione dell'ampiezza della trasformazione prevista dal piano stesso.
1916 Maggiore è la trasformazione necessaria per riportare l'azienda in
1917 condizioni di equilibrio, più il piano si fonda su proiezioni (assunzioni
1918 ipotetiche) e maggiore è il rischio di non riuscire a traguardare quelle
1919 proiezioni trattandosi di un percorso nuovo per l'azienda e per il
1920 management.

1921 168. *Metodiche di valutazione selezionate*. In linea di principio ai fini della valutazione delle
1922 aziende in crisi sono applicabili tutte le tre metodiche di valutazione riconosciute dai
1923 PIV:

1924 1. *Income approach* (metodica del reddito)

1925 2. *Market approach* (metodica del mercato)

1926 3. *Cost approach* (metodica del costo).

1927 Tuttavia, le valutazioni fondate sull'*income approach* sono più frequenti, in quanto è
1928 difficile trovare riscontri tanto di valori di mercato di aziende o attività comparabili
1929 quanto degli elementi necessari a stimare il costo di rimpiazzo.

1930 169. *Income approach*. Nell'applicazione dell'*income approach* l'esperto deve
1931 considerare:

1932 1. I rischi da considerare in relazione alle diverse configurazioni di valore oggetto di
1933 stima. Una azienda in crisi normalmente richiede una ristrutturazione operativa,
1934 più o meno intensa, più o meno rischiosa. Il piano identifica il percorso attraverso
1935 il quale l'azienda intende realizzare la ristrutturazione. Assumono pertanto rilievo
1936 due diversi profili di rischio: il rischio del piano in sé (inteso come dispersione dei
1937 possibili risultati realizzabili) ed il rischio di insuccesso del piano (inteso come
1938 insostenibilità del piano e conseguente arresto del piano di risanamento). Mentre
1939 il rischio del piano in sé è riflesso in tutte le configurazioni di valore che adottano
1940 la prospettiva di *going concern* (*reorganization value*, valore recuperabile a fini di
1941 *impairment test*), il rischio di insuccesso del piano è riflesso solo in alcune
1942 configurazioni di valore (valore di mercato e *fair value*) che adottano una
1943 prospettiva mista di *going concern* (che presuppone di riuscire a realizzare il piano
1944 sia pur con diversi possibili esiti) e di *gone concern* (che presuppone la liquidazione
1945 della società).

1946 2. I profili di rischio del piano in sé. Al riguardo occorre individuare due tipologie di
1947 rischio oltre al normale rischio sistematico di business: il rischio di scenario
1948 quando il piano assume a riferimento uno specifico scenario (i flussi di risultato
1949 sono quindi condizionati e non sono dunque flussi medi attesi), il rischio di
1950 *execution* del piano (quando il piano prevede iniziative di trasformazione, di
1951 ingresso in nuovi mercati, ecc. non sperimentate in precedenza). Le tre diverse
1952 componenti di rischio (rischio sistematico, rischio di scenario e rischio di
1953 *execution*) concorrono a determinare il corretto tasso di sconto da applicare ai
1954 flussi di piano;

1955 3. Il tasso di sconto dei flussi di piano. Il tasso di sconto può essere scomposto in tre
1956 componenti, coerenti con i profili di rischio identificati:

1957 a. costo del capitale stimato sulla base del CAPM (che cattura il solo rischio
1958 sistematico)

1959 b. premio per il rischio di scenario (da sommare al costo del capitale stimato
1960 sulla base del CAPM quando i flussi attesi sono legati al manifestarsi di uno
1961 specifico scenario e non esprimono flussi medi attesi)

1962 c. premio per il rischio di *execution* (da sommare al costo del capitale stimato
1963 sulla base del CAPM quando il piano - richiedendo una trasformazione
1964 dell'azienda - si fonda oltre che su previsioni, fondate su riscontri
1965 ragionevolmente obiettivi, anche se proiezioni fondate invece su assunzioni
1966 ipotetiche. Le proiezioni sono stime che si fondano su assunzioni ipotetiche
1967 relative a iniziative nuove - lancio di un nuovo prodotto, l'ingresso in un nuovo
1968 mercato, la riorganizzazione della rete di vendita, ecc. - prive di riscontri
1969 ragionevolmente obiettivi rintracciabili nell'esperienza storica della specifica
1970 società o di società comparabili e/o da fonti di previsione esterna, il c.d.
1971 consenso).

1972 4. Il premio per il rischio di scenario ed il premio per il rischio di *execution* del
1973 piano sono due premi per il rischio distinti e fra loro indipendenti

1974 Il premio per il rischio di scenario deve essere considerato quando i flussi da
1975 attualizzare non esprimono flussi di risultato medi attesi, ma flussi condizionati
1976 al verificarsi di uno specifico scenario. Mentre il tasso di sconto dei flussi medi
1977 attesi è rappresentato dal costo del capitale, il tasso di sconto di flussi
1978 condizionati al verificarsi di uno scenario deve essere più elevato del costo del
1979 capitale se i flussi condizionati sono più elevati dei flussi medi attesi e viceversa.
1980 In linea logica scontare flussi medi attesi al costo del capitale o scontare flussi
1981 condizionati al verificarsi di uno specifico scenario ad un tasso appropriato
1982 dovrebbe restituire il medesimo risultato. Pertanto, la misura appropriata di
1983 premio per il rischio di scenario è funzione della distanza dei flussi di scenario
1984 rispetto ai flussi medi attesi. Normalmente i flussi condizionati al verificarsi di
1985 uno specifico scenario sono maggiori dei flussi medi attesi (in quanto nei piani
1986 di ristrutturazione, i rischi di *downside*, sono in genere maggiori dei rischi di

1987 *upside*). L'esperto quando usa flussi condizionati al verificarsi di uno specifico
 1988 scenario dovrebbe – attraverso un processo di *reverse engineering* – mostrare a
 1989 quale riduzione lineare dei flussi di piano, attualizzati al costo del capitale,
 1990 corrisponde il valore ottenuto facendo uso dei flussi pieni di piano e del costo
 1991 del capitale maggiorato del premio per il rischio di scenario considerato
 1992 opportuno. Un esempio è illustrato di seguito, dove si mostra che il premio per
 1993 il rischio di scenario del 3% corrisponde ad un taglio lineare dei flussi di piano
 1994 condizionati al verificarsi di uno scenario pari al 21%.

1995 **Esempio di processo di *reverse engineering* finalizzato ad individuare l'equivalenza fra**
 1996 **l'attualizzazione dei flussi pieni di piano condizionati al verificarsi di uno specifico scenario ad un tasso**
 1997 **che considera il premio per il rischio di scenario e l'attualizzazione dei flussi tagliati linearmente al**
 1998 **wacc (costo del capitale di CAPM).**

Anni	1	2	3	4	5	TV
Flussi condizionati al verificarsi di uno scenario						
Ricavi	70	80	90	100	120	120
Costi operativi monetari	40	45	50	55	65	65
Ebitda	30	35	40	45	55	55
Ammortamenti	10	11	12	13	14	15
Ebit	20	24	28	32	41	40
Imposte figurative su Ebit	6	7	8	9	12	11
Nopat	14	17	20	23	29	29
Variazione di capitale circolante netto	5	5	5	5	10	0
Ammortamenti	10	11	12	13	14	15
Capex	11	12	13	14	15	15
UFCF	8	11	14	17	18	29
Wacc	8%					
Premio per il rischio di scenario	3%					
Tasso di sconto	11%					
Discount factor	0,900901	0,811622	0,731191	0,658731	0,593451	
Valore attuale UFCF	7,5	9,1	10,3	11,1	10,9	
TV						260
Valore attuale TV						154,3
Enterprise Value	203,1					
Flussi medi attesi corrispondenti						
Ebitda di scenario	30	35	40	45	55	55
<i>Taglio Ebitda necessario per esprimere flussi che attualizzati al wacc restituiscano lo stesso risultato</i>						
	21%					
Ebitda di equilibrio	23,754	27,713	31,672	35,631	43,549	43,549
Ammortamenti	10	11	12	13	14	15
Ebit	13,754	16,713	19,672	22,631	29,549	28,549
Imposte figurative su Ebit	3,9	4,8	5,6	6,4	8,4	8,1
Nopat	9,8	11,9	14,1	16,2	21,1	20,4
variazione di capitale circolante netto	5	5	5	5	10	0
Ammortamenti	10	11	12	13	14	15
Capex	11	12	13	14	15	15
UFCF	3,8	5,9	8,1	10,2	10,1	20,4
wacc	8%					
Discount factor	0,925926	0,857339	0,793832	0,73503	0,680583	
Valore attuale UFCF	3,6	5,1	6,4	7,5	6,9	
TV						255
Valore attuale TV						173,7
Enterprise value	203,1					

1999
 2000 La misura del premio per il rischio di scenario è dunque una misura specifica
 2001 (non generalizzabile in una misura tipo) che deve catturare la distanza fra i flussi
 2002 di scenario ed i flussi medi attesi. Pertanto, se i flussi di piano già esprimono

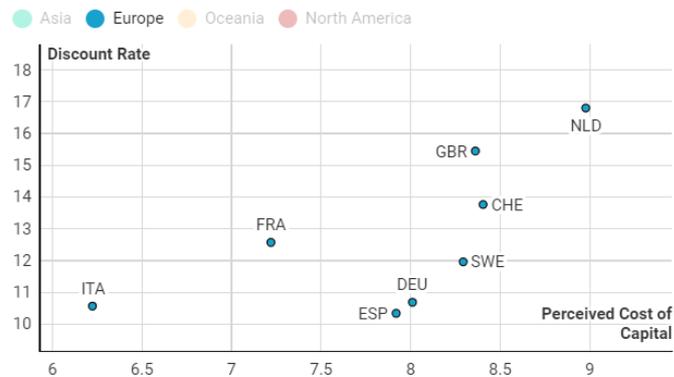
2003 flussi medi attesi (flussi non condizionati al verificarsi di uno scenario) non è
2004 richiesto alcun premio per il rischio di scenario.

2005 Il premio per il rischio di *execution* attiene invece al fatto che alcune iniziative
2006 alla base del piano potrebbero non avere successo in quanto mai sperimentate
2007 in precedenza. In questo caso il premio per il rischio deve considerare che le
2008 iniziative potrebbero manifestare i loro effetti in ritardo, richiedere maggiori
2009 investimenti, innescare reazioni dei concorrenti, ecc. più in generale presentare
2010 imprevisti anche molto significativi. Il premio per il rischio di *execution* cattura
2011 un rischio idiosincratico (specifico dell'azienda) che non è già catturato dal costo
2012 del capitale stimato sulla base del CAPM (il quale cattura il solo rischio
2013 sistematico). In linea di principio il premio per il rischio di *execution* dovrebbe
2014 esprimere lo *spread* che un investitore dovrebbe richiedere fra il tasso interno
2015 di rendimento di un nuovo investimento ed il costo del capitale (questo *spread*
2016 è spesso definito come "incentivo imprenditoriale"). Infatti, la misura del premio
2017 per il rischio di *execution* è funzione del grado di sfida imprenditoriale implicito
2018 nelle specifiche iniziative e del peso che tali iniziative rivestono sui flussi di
2019 risultato di piano. Nella stima del premio per il rischio di *execution* è necessario
2020 considerare la distribuzione dei flussi delle nuove iniziative nel tempo. Se le
2021 nuove iniziative prevedono flussi di investimento in una prima fase e flussi in
2022 entrata più avanti nel tempo la sensibilità dei flussi al premio per il rischio è più
2023 elevata rispetto al caso in cui le nuove iniziative non richiedano investimenti ed
2024 i flussi di risultato siano più vicini nel tempo. L'esperto non dovrebbe praticare
2025 un premio per il rischio di *execution* di dimensione tale da rendere il tasso di
2026 sconto superiore al tasso interno di rendimento delle nuove iniziative. Una
2027 misura massima di premio per il rischio di *execution* può essere tratta dalla
2028 differenza rilevata fra il costo del capitale medio ponderato stimato
2029 internamente (*perceived cost of capital*) e il rendimento minimo richiesto sugli
2030 investimenti (*discount rate*). L'esperto deve adottare diligenza nella stima di
2031 questo parametro, consultando più fonti. A solo titolo di esempio e non
2032 esaustivamente, si riporta in questa sede il riferimento al sito [www.
2033 costofcapital.org](http://www.costofcapital.org) riporta questa misura aggiornata annualmente (vedi figura
2034 sottostante). L'ultimo aggiornamento riguarda il 2022 ed indica un costo medio
2035 ponderato del capitale per l'Italia pari al 6,224% a fronte di un rendimento

2036
2037

minimo richiesto sugli investimenti pari al 10,568%, con uno spread pari a 4,334%.

Discount Rates and Perceived Cost of Capital in Different Countries



Plot of average discount rates and perceived cost of capital in % for different countries in the sample. Data from 2002 to 2021.

Chart: Cost of Capital Project, 2024 • Get the data • Created with Datawrapper

2038

2039

3. La probabilità di insuccesso del piano. La probabilità in parola riguarda solo alcune configurazioni di valore/oggetti di valutazione (ad esempio è incorporata nel valore di mercato, ma non nel valore desumibile dal piano di riorganizzazione o nella stima del valore recuperabile ai fini di *impairment test*). La probabilità di insuccesso del piano (e conseguente *default* della società) può essere incorporata nella valutazione attraverso due diverse soluzioni: a) facendo uso di un tasso di sconto dei flussi di piano che considera quel rischio (si tratta di fare riferimento a tassi di rendimento richiesti dai finanziatori specializzati in investimenti in aziende caratterizzate da elevato rischio idiosincratice) oppure b) stimando direttamente la probabilità di insuccesso del piano e ricavando il valore come media ponderata (per le probabilità) del valore dell'azienda come risulta dal piano di riorganizzazione e del valore di liquidazione.

2040

2041

2042

2043

2044

2045

2046

2047

2048

2049

2050

2051

4. Il tasso di sconto che considera il rischio di insuccesso del piano. Mentre il tasso di sconto dei flussi di risultato di piano non è osservabile, in quanto esprime un rendimento medio atteso, che come tale va stimato, sul mercato sono invece rilevabili i rendimenti richiesti in finanziamenti ad imprese in crisi o a queste assimilabili per via dell'elevato rischio idiosincratice, i quali non esprimono rendimenti medi attesi, ma i rendimenti che lo specifico finanziatore richiede sapendo che vi è una probabilità che l'operazione di finanziamento non andrà a

2052

2053

2054

2055

2056

2057

2058 buon fine³. Il tasso praticato sul debito dell'azienda in crisi – quando esprime un
 2059 tasso di mercato adeguato al *rating* dell'azienda stessa – è un esempio di
 2060 rendimento richiesto. Allo stesso modo sono rilevabili i *redemption yield* sui
 2061 bond emessi dalle società con i differenti *rating speculative grade* (e quindi
 2062 implicitamente con differenti probabilità di *default*)⁴. Anche i tassi impliciti nella
 2063 valutazione dell'*equity* da parte di investitori di *venture capital* o di società di
 2064 *private equity* specializzate nella ristrutturazione di aziende, sono misure di
 2065 rendimenti richiesti e non di rendimenti attesi. Una misura di questi tassi può
 2066 essere desunta da fonti pubbliche. L'esperto deve adottare diligenza nella stima
 2067 di questo parametro, consultando più fonti. A solo titolo di esempio e non
 2068 esaustivamente, si riporta in questa sede l'indicazione fra le principali fonti
 2069 pubbliche a livello internazionale (ma riferita ad investitori in dollari
 2070 statunitensi) il *private capital market report* annuale della *Pepperdine University*
 2071 che annualmente compie una *survey* presso investitori *private* statunitensi.
 2072 (https://digitalcommons.pepperdine.edu/gsbm_pcm_pcmr/17/).
 2073 Nel rapporto 2024 sono indicate le forchette di tassi indicate nella tabella
 2074 sottostante.

Private Capital Market : rendimenti richiesti					
Tipo di finanziamento	Partecipanti alla survey	Parametro di riferimento	1° quartile	Mediano	3° quartile
Mezzanino	23	U\$ 5 M loan	15,0%	15,5%	16,0%
		U\$ 10 M loan	14,0%	15,0%	15,5%
		U\$ 25 M loan	13,5%	14,0%	15,0%
		U\$ 50 M loan	12,5%	13,0%	14,5%
Private equity	42	U\$ 1 M Ebitda	22,0%	25,0%	30,0%
		U\$ 5M Ebitda	20,5%	21,0%	23,0%
		U\$ 10 M Ebitda	20,0%	20,5%	21,5%
		U\$ 25 M Ebitda	19,5%	20,0%	20,5%
Venture capital	26	U\$ 50 M Ebitda	19,0%	19,5%	20,0%
		Pre-seed	34,8%	51,5%	68,3%
		Seed	19,3%	25,5%	43,0%
		Early Stage	21,8%	25,5%	29,3%
Angel	58	Expansion	21,8%	23,0%	25,5%
		Seed	25,0%	33,0%	53,0%
		Start-up	23,0%	30,0%	48,0%
		Early Stage	22,0%	28,0%	42,0%
		Expansion	20,0%	23,0%	33,0%
		Later Stage	18,0%	20,0%	25,0%

2075
 2076
 2077 Un'analisi più precisa può essere compiuta attraverso *data base* privati come
 2078 (sempre a solo titolo di esempio) Preqin- *Private Equity Database* che copre

³ Il finanziatore con un portafoglio adeguatamente diversificato ricaverà dal portafoglio un rendimento inferiore al rendimento richiesto, in quanto parte del portafoglio incorrerà nelle perdite conseguenti al default del debitore.

⁴ Vedi tabella al § 109.

2079 una varietà di *asset classes* (*private equity, venture capital, private debt*) e di
 2080 geografie.

2081

2082 5. Il valore di mercato come media ponderata del valore come desumibile
 2083 dal piano di riorganizzazione e del valore di liquidazione. La stima del valore di
 2084 mercato dell'equity o del debito di un'azienda in crisi può essere ricavata anche
 2085 per media ponderata dei valori ricavabili da due scenari alternativi di successo
 2086 del piano e di fallimento del piano cui sono associate due diverse configurazioni
 2087 di valore, rispettivamente il valore desumibile dal piano di riorganizzazione ed il
 2088 valore di liquidazione. Quando la configurazione di valore è il valore di mercato,
 2089 l'analisi deve anche considerare il rischio di non realizzabilità del piano per eventi
 2090 al di fuori del controllo dell'entità. Benché la stima della probabilità di fallimento
 2091 del piano debba essere giudicata sulla base di elementi specifici, un'indicazione
 2092 orientativa delle probabilità può essere desunta indirettamente da fonti esterne.
 2093 L'esperto deve adottare diligenza nella stima di questo parametro, consultando
 2094 più fonti. A solo titolo di esempio e non esaustivamente, si riporta in questa sede
 2095 la frequenza dei *write-off* (totali o parziali ma superiori all'80%) degli investimenti
 2096 dei *private equity investor* e delle società di *venture capital* come censiti dal
 2097 rapporto annuale di KPMG e AIFI in percentuale al numero di transazioni, dal
 2098 momento dell'investimento iniziale da parte del fondo (*from inception*). La
 2099 tabella seguente riporta i dati dal 2013 al 2022 (ultima rilevazione). La tabella
 2100 successiva riporta, per il 2022, la percentuale di *write off* (a numero) per
 2101 tipologia di investimento.

anni	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Write off (no. Transazioni)	39	24	24	11	8	24	8	18	8	6
Totale campione (No. Transazioni)	102	95	74	64	91	105	56	56	50	54
Incidenza percentuale dei write off su numero di transazioni	38%	25%	32%	17%	9%	23%	14%	32%	16%	11%

anno	2022
Early stage	50%
Development	17%
Replacement	0%
MBO/MBI	33%

2103 3. La struttura finanziaria di riferimento ai fini del calcolo del costo del capitale
 2104 CAPM. Al riguardo bisogna considerare che in relazione alla stima da compiere
 2105 (ad esempio la stima del valore dell'attivo della società sulla base del piano di
 2106 riorganizzazione, il valore recuperabile a fini di impairment test) la struttura
 2107 finanziaria di riferimento è rappresentata da una struttura finanziaria target,

2108 mentre in altri casi (la stima del prezzo di emissione di nuove azioni con rinuncia
2109 al diritto di opzione, la stima del *fair value* di un credito verso l'impresa in crisi)
2110 la struttura finanziaria di riferimento è quella specifica aziendale. La differenza
2111 fra le due strutture di finanziamento consiste nel fatto che la struttura
2112 finanziaria target è priva di costi di dissesto, mentre la struttura finanziaria
2113 effettiva si caratterizza per costi di dissesto. Ciò significa che con riguardo alla
2114 struttura finanziaria target, ai fini della stima del costo del capitale si può fare
2115 riferimento al modello di Modigliani Miller (MM) che assume che il debito sia
2116 privo di rischio, mentre con riguardo alla struttura finanziaria effettiva occorre
2117 fare riferimento a modelli che considerino il debito a rischio di insolvenza (*risky*
2118 *debt*).

2119 Quando la stima fa riferimento ad una struttura finanziaria *target* occorre
2120 considerare due elementi:

2121 a) La formula del wacc espresso come media ponderata del costo del debito e
2122 dei mezzi propri rappresenta una stima indiretta del costo del capitale. La
2123 forma diretta di stima, dalla quale è poi derivata quella più in uso della
2124 media ponderata delle forme di finanziamento, fa risalire il Wacc al costo
2125 del capitale *unlevered* sulla base della seguente formula:

$$2126 \quad WACC = K_{unl} \times \left[1 - Tc \times \frac{D}{(D+E)} \right]$$

2127 b) la formula del Wacc riportata in precedenza permette di comprendere
2128 come il Wacc coincida con il costo del capitale proprio dell'impresa non
2129 indebitata (che riflette il rischio dell'attivo) ridotto di una misura che è
2130 funzione dello scudo d'imposta sul debito. Normalmente il rischio dell'attivo
2131 di un'azienda in ristrutturazione è più elevato rispetto a quello di una
2132 società operante nello stesso settore ma in condizioni di equilibrio e ciò
2133 comporta un minore sfruttamento della leva finanziaria da parte
2134 dell'impresa in crisi. Quando la ristrutturazione concorre a modificare in
2135 misura rilevante il rischio dell'attivo può essere utile far coincidere il Wacc
2136 con il costo del capitale *unlevered* (senza alcuna riduzione per effetto
2137 dell'uso dell'indebitamento).

2138 Quando invece la stima fa riferimento alla struttura finanziaria specifica, occorre
2139 considerare che il modello di MM non è più valido ed il costo del capitale medio

2140 ponderato deve riflettere anche i costi di dissesto. In questo caso, oltre a
2141 considerare il maggiore costo del debito occorre anche stimare il costo
2142 dell'equity sulla base di un modello che consideri il debito rischioso (Fernandez,
2143 Harris & Pringle, ecc.⁵).

2144 4. La stima del valore terminale. Ai fini della stima del valore terminale
2145 particolare attenzione va riposta nella normalizzazione del flusso di risultato
2146 atteso oltre il periodo di previsione esplicita che non necessariamente coincide
2147 con una mera estrapolazione del flusso dell'ultimo anno di previsione esplicita.
2148 Basti pensare ad aziende che operano in settori ciclici, dove il flusso da
2149 considerare per la stima del valore terminale dovrebbe esprimere un risultato
2150 medio di ciclo.

2151 Se il piano copre l'orizzonte entro il quale si compie la riorganizzazione
2152 dell'azienda, il flusso terminale dovrebbe esprimere la capacità di reddito
2153 normale dell'azienda riorganizzata. Al riguardo i principali elementi da
2154 considerare riguardano:

- 2155 ○ la stima dei ricavi (che è funzione della dimensione del mercato
2156 aggredibile dall'impresa riorganizzata e dei suoi vantaggi competitivi
2157 rispetto alla concorrenza);
- 2158 ○ la marginalità dei ricavi (che è funzione dell'efficienza dell'azienda e
2159 della sua dimensione rispetto ai concorrenti);
- 2160 ○ l'intensità di capitale circolante e del capitale fisso (che è funzione del
2161 modello di business e della normalizzazione delle relazioni con clienti e
2162 fornitori);
- 2163 ○ le prospettive di crescita oltre il periodo di previsione esplicita (che è
2164 funzione della natura price maker o *price taker* del business e della
2165 dinamica inflazionistica attesa).

2166 164. *Market approach*. Nell'applicazione del *market approach* l'esperto deve considerare
2167 che:

⁵ Cfr. L. Guatri, M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea 2005, cap. 11.4. Imprese con elevato indebitamento: diversi modelli a confronto, pag. 399

2168 1. Qualunque valore di liquidazione (ordinata, accelerata o forzata) deve essere ricavato
2169 muovendo dal valore di mercato (dell'azienda o del ramo di azienda o dell'attività
2170 oggetto di valutazione) ed applicando poi degli sconti differenziati in relazione alla
2171 tipologia di valore di liquidazione oggetto di stima.

2172 2. Nella stima del valore di mercato di aziende è frequente l'uso di multipli di società
2173 comparabili o di transazioni comparabili. Nel calcolo dei multipli di società o transazioni
2174 comparabili occorre porre attenzione ai seguenti elementi:

2175 a) se l'intero settore in cui opera l'azienda in crisi, le società comparabili presentano:

- 2176 ○ elevati livelli di debito il cui valore di mercato è nella maggior parte dei casi
2177 anche significativamente inferiore al valore contabile (quindi vi è un grave
2178 rischio di sopravvalutazione dell'*enterprise value* delle società comparabili
2179 quando ottenuto per somma algebrica della capitalizzazione di borsa e del
2180 valore contabile del debito finanziario);
- 2181 ○ misure di capitale circolante anormali (vuoi per un eccesso di magazzino, vuoi
2182 per ritardi nei pagamenti ai fornitori) che possono fornire una misura distorta
2183 del capitale investito;
- 2184 ○ Ebit o Ebitda negativi con la conseguenza che gli unici multipli calcolabili sono:
2185 con riguardo ai multipli fondati su flussi, il multiplo EV/Sales e con riguardo ai
2186 multipli fondati su misure di stock, i multipli P/BV o EV/IC (ma con i limiti
2187 richiamati in precedenza).

2188 a) Se la crisi riguarda la specifica azienda e non è estendibile al settore occorre
2189 considerare le differenze rispetto alle società comparabili in termini di:

- 2190 ○ intensità di capitale del business dell'impresa in crisi;
- 2191 ○ prospettive di crescita;
- 2192 ○ struttura finanziaria.

2193 2. Quando la crisi riguarda la specifica impresa, per minimizzare le differenze fra l'impresa
2194 in crisi e le società comparabili in alcuni casi è adottato un criterio di valutazione misto
2195 che fa uso del DCF per gli anni di previsione esplicita e dei multipli per la stima del valore
2196 terminale. Per questa via il multiplo è applicato ai risultati dell'impresa riorganizzata e
2197 quindi, almeno in linea di principio, ad un'impresa più simile ai comparabili. Va tuttavia
2198 rilevato che:

- 2199 ○ l'uso del criterio misto restituisce il valore del business come ricavabile al piano
2200 di riorganizzazione e non il suo valore di mercato, in quanto quest'ultimo
2201 dovrebbe scontare anche il rischio di fallimento del piano di risanamento;
- 2202 ○ l'applicazione di un multiplo al flusso terminale presuppone l'uso di multipli
2203 *forward* e non di multipli correnti. Il multiplo *forward* corrisponde ad un
2204 multiplo ricostruito che assume:
- 2205 ✓ a numeratore il valore atteso a termine di EV (*enterprise value*) o di P
2206 (capitalizzazione di borsa) delle società comparabili, in relazione a che
2207 si tratti di multipli *asset side* od *equity side*⁶;
- 2208 ✓ a denominatore il dato di stock o di flusso atteso a termine (che per le
2209 società quotate comparabili coincide con i dati di consenso degli *equity*
2210 *analysts*).
- 2211 3. Quando ai fini della stima del valore di mercato si fa uso di multipli di società comparabili
2212 bisogna considerare che l'azienda in crisi non presenta lo stesso grado di liquidità e di
2213 *marketability* delle società quotate comparabili. L'assenza di liquidità fa riferimento al
2214 fatto che l'azienda non abbia titoli negoziati in un mercato attivo e che quindi la vendita
2215 per poter essere regolata al valore di mercato richieda più tempo (con il rischio di esporsi
2216 a variazioni negative di prezzo), mentre l'assenza di *marketability* fa riferimento al fatto
2217 che l'azienda da cedere non incontri l'interesse di investitori per via principalmente de:
- 2218 ○ la presenza sul mercato di molte altre aziende o rami di azienda simili in vendita;
- 2219 ○ la condizione di tensione economica o finanziaria dei potenziali acquirenti strategici
2220 per via o di una crisi economica generale o di una crisi specifica di settore.
- 2221 Normalmente l'assenza di *marketability* comporta tempi di cessione molto più protratti.
2222 Poiché il valore di mercato esprime il controvalore monetario realizzabile alla data della
2223 valutazione, il tempo richiesto per vendere un'attività illiquida o un'attività priva di
2224 *marketability* rappresenta un costo, tanto maggiore quanto più elevati sono i tassi di
2225 interesse e quanto più volatile è il valore di mercato dell'attività. Per questo motivo
2226 normalmente gli sconti (DLOL- *Discount for Lack of Liquidity* e DLOM-*Discount for Lack*
2227 *of Marketability*) si fondano su modelli di determinazione del prezzo di opzioni⁷. La
2228 logica di questi modelli consiste nell'eguagliare lo sconto per mancanza di

⁶ Il valore atteso a termine è pari al valore a pronti montato al costo del capitale e ridotto del flusso di cassa. Così $EV_1 = EV_0 \times (1 + wacc) - UFCF$. Analogamente $P_1 = P_0 \times (1 + coe) - Div$

⁷ Si tratta dei modelli di *option pricing model* più noti dai nomi degli autori Longstaff, Chaffee, Finnerty, Ghaidarov.

2229 liquidità/*marketability* al valore di un'opzione *put* (il diritto a vendere l'attività) sulla
2230 base delle seguenti equivalenze:

2231 Attività con *marketability* = Attività senza *marketability* + Valore opzione Put

2232 da cui:

2233 Attività con *marketability* – Attività senza *marketability* = Valore opzione PUT = DLOM

2234 e

2235 Attività liquida = Attività illiquida + Valore opzione Put

2236 da cui:

2237 Attività liquida – Attività illiquida = Valore opzione PUT = DLOL

2238

2239 Normalmente l'assenza di *marketability* richiede il riferimento a periodi di tempo più
2240 protratti rispetto alla assenza di liquidità. Per questo motivo il valore dell'opzione put,
2241 nel caso di mancanza di *marketability*, è stimato assumendo una vita dell'opzione più
2242 protratta (di norma non superiore al periodo coperto dal piano di ristrutturazione). Ciò
2243 comporta che lo sconto per mancanza di *marketability* sia superiore allo sconto per
2244 mancanza di liquidità.

2245 4. Ai fini della identificazione dello sconto da applicare per ricavare dal valore di mercato
2246 il valore di liquidazione (ordinata, accelerata o forzata) di un'azienda o di un ramo di
2247 azienda in funzionamento, occorre considerare che:

2248 ○ spese volte l'acquirente non può godere del rilascio di garanzie da parte del
2249 venditore;

2250 ○ i tempi per una *due diligence* sono compressi o addirittura non è possibile
2251 effettuare una *due diligence*;

2252 ○ l'azienda oggetto di liquidazione riguarda un perimetro più ampio o più
2253 ristretto di ciò che i potenziali acquirenti possono essere interessati ad
2254 acquistare;

2255 La rilevanza di questi elementi deve essere attentamente valutata nello specifico
2256 caso. Una stima ragionevole dello sconto è resa complessa dal fatto che già il valore
2257 di mercato dell'azienda in crisi, quando quest'ultima è priva di *marketability*
2258 incorpora lo sconto di assenza di interesse da parte dei compratori per le condizioni
2259 di difficoltà dell'azienda e quindi lo sconto da applicare successivamente al valore
2260 di mercato per ricavare il valore di liquidazione deve considerare solo gli elementi
2261 citati in precedenza. In breve, lo sconto da applicare al valore di mercato per

2262 ricavare il valore di liquidazione è uno sconto puro che *non* deve considerare le
2263 condizioni di difficoltà dell'azienda oggetto di valutazione che si traducono in una
2264 ridotta *marketability*.

2265 Queste considerazioni permettono di comprendere che le misure di sconto da
2266 applicare al valore di mercato per identificare il valore di liquidazione fanno
2267 riferimento a condizioni di difficoltà del venditore e non a condizioni di ridotta
2268 *marketability* dell'oggetto di vendita. I riferimenti generalmente utilizzati in
2269 letteratura riguardano le stime degli sconti sostenuti da fondi di investimento aperti
2270 costretti a cedere attività per far fronte a *shock* di liquidità (riscatti) o agli sconti per
2271 la vendita di partecipazioni di minoranza di società quotate (in bonis) da parte di
2272 aziende *distressed*. A solo titolo di esempio una verifica recente⁸ compiuta su 638
2273 transazioni aventi per oggetto la vendita di pacchetti azionari di minoranza di
2274 società quotate da parte di società *distressed* e non *distressed* ha mostrato come:
2275 a) in media i pacchetti azionari ceduti dalle imprese in crisi abbiano registrato
2276 sconti pari all'8% rispetto alla quotazione ante cessione;
2277 b) cessioni di pacchetti azionari da parte di aziende non *distressed* non registrano
2278 alcuno sconto;
2279 c) la dimensione dello sconto cresce al crescere della dimensione relativa del
2280 pacchetto azionario. Pacchetti pari al 5% o più delle azioni della società quotata
2281 registrano sconti (nelle cessioni promosse da aziende *distressed*) in media pari al
2282 14%.

2283 170. *Cost approach*. Nella valutazione di aziende il c.d. *cost approach* coincide con il criterio
2284 patrimoniale, in quest'ambito l'esperto deve considerare:

2285 1. La ridotta applicabilità del criterio patrimoniale per la valutazione delle aziende in
2286 crisi. In linea di principio il criterio patrimoniale dovrebbe essere utilizzato solo per
2287 quelle imprese che operano in settori in crisi, dove per effetto della crisi, il valore delle
2288 attività operative immobilizzate ha subito una drastica riduzione. In questi casi il costo
2289 di rimpiazzo dei cespiti è significativamente inferiore al costo storicamente sostenuto
2290 per acquistarli. Nei settori nei quali le immobilizzazioni sono beni fungibili (immobili,

⁸ S.Dinc, I.Erel, R.Liao, 2017, Fire sale discount: evidence from the sale of minority equity stakes, *Journal of Financial economics*, 125, 475-490

2291 aerei, flotte di veicoli, navi, ecc.) è frequente che tali immobilizzazioni siano state
2292 acquistate con un massiccio ricorso al debito (spesso il *loan-to-value* è superiore
2293 all'80%). In questi casi può verificarsi la situazione per cui l'azienda in crisi si caratterizza
2294 per un capitale investito a costi di rimpiazzo anche significativamente inferiore al valore
2295 nominale del debito, ma al contempo è in grado di esprimere una redditività (corrente
2296 o prospettica) allineata al costo del capitale. Si tratta di imprese che hanno perso valore
2297 per errori gestionali del passato (eccesso di investimenti nella fase espansiva del ciclo,
2298 eccessivo ricorso alla leva finanziaria, ecc.) ma che hanno conservato una capacità di
2299 reddito proporzionata al capitale necessario e normale per lo svolgimento del business
2300 nel nuovo contesto.

2301 2. Per la stima del capitale investito a costi di rimpiazzo sono utilizzabili due criteri:

2302 a. *la stima del costo unitario corrente*. Tale stima ricostruisce il prezzo che l'azienda
2303 dovrebbe sostenere per dotarsi del capitale necessario allo svolgimento del business
2304 sulla base dei prezzi (*entry price*) correnti delle sue attività nel loro stato d'uso corrente.
2305 Tipicamente in un settore in crisi i prezzi delle attività necessarie allo svolgimento del
2306 business subiscono una contrazione di prezzo tanto maggiore quanto più le attività sono
2307 specifiche e quanto maggiore è la capacità produttiva in eccesso;

2308 b. il costo di riproduzione aggiustato. Tale stima muove dal costo effettivamente
2309 sostenuto dall'impresa per procurarsi il bene riespresso in euro correnti (per considerare
2310 l'effetto inflazionistico) e ridotto:

2311 i. dei costi in eccesso che alla data della valutazione non sarebbe
2312 più necessario sostenere per effetto ad esempio del progresso
2313 tecnologico, del livello di conoscenze, ecc.;

2314 ii. dei c.d. costi curabili ossia delle eventuali minori manutenzioni
2315 sostenute dall'azienda in crisi rispetto a quelle necessarie a
2316 mantenere il bene in perfetto stato di funzionamento;

2317 iii. dell'obsolescenza economica del bene, ossia della vita residua
2318 del bene prima di dover essere sostituito.

2319 Quando il bene è di formazione interna (tipicamente gli intangibili quali *brand* o
2320 tecnologia) occorre sommare al costo di riproduzione aggiustato anche il profitto dello
2321 sviluppatore (il costo opportunità del capitale impiegato) e, nel caso di beni a valenza

2322 strategica, anche l'incentivo imprenditoriale (lo spread normale fra rendimento
2323 dell'investimento e costo del capitale)⁹.
2324

BOLZA

⁹ Sulla stima del profitto dello sviluppatore e dell'incentivo imprenditoriale per la stima di beni intangibili si veda. M. Bini, *La valutazione degli intangibili*, Egra, 2011, paragrafo 17.2 I tre criteri più diffusi di applicazione dell'approccio del costo, pag. 407