

La valutazione delle aziende in crisi. Convegno in memoria del Prof. Luigi Guatri

Gualtiero Brugger

Professore Emerito di Finanza Aziendale, Università Bocconi

Membro del Consiglio dei Garanti, OIV

La valutazione delle aziende in crisi.

Convegno in memoria del Prof. Luigi Guatri

LA FIGURA DELL'ESPERTO

- **L'esperto in valutazioni di azienda, con le caratteristiche indicate dai PIV, deve essere in grado di cogliere la dinamica del valore aziendale in ogni contesto, e dunque anche nelle situazioni di crisi.**
- **In tali situazioni intervengono normalmente anche i professionisti portatori della cultura dei controlli (tipica della «professione contabile»). Una cultura che l'esperto in valutazioni condivide e applica nell'individuazione dei *driver* di valore e dei rischi associati. Valga per tutti l'esempio dei criteri dettati dai PIV (III.1.24) per esprimersi sulla ragionevolezza di un piano.**
- **L'esperto in valutazioni deve tuttavia fare appello anche alla cultura del *management*, la sola che permette di apprezzare la probabile evoluzione di uno scenario di crisi, la lucidità strategica e la fattibilità pratica di un piano industriale, come pure le difficoltà poste dalla sua gestione attuativa.**
- **Il compito dell'esperto è quello di individuare i flussi di risultati prospettici realizzabili con una certa struttura operativa e finanziaria, ed il grado di rischio da considerare nelle analisi. Così come altri elementi richiesti dal possibile ventaglio di valutazioni.**

IL PERCORSO DI ANALISI

- **Le crisi d'impresa sono eventi insopprimibili, come le patologie umane, e dovrebbero trovare la stessa sensibilità sia in prevenzione – per quanto possibile – che in sede di trattamento terapeutico.**
- **Quando si pone un problema valutativo (in particolare di valutazione dell'azienda o di un suo ramo) il percorso dell'esperto richiede di regola l'esame in sequenza dei seguenti aspetti:**
 1. **le caratteristiche generali della crisi e le misure di contrasto normalmente adottate**
 2. **gli effetti esercitati sulla particolare azienda considerata e lo scenario che in concreto si apre per lei**
 3. **la ragionevolezza del piano industriale e le difficoltà della sua gestione attuativa**
 4. **la plausibilità del piano finanziario da assumere nella valutazione**
 5. **la consistenza del grado di rischio da registrare nelle analisi**

IL VARIEGATO QUADRO DELLE CRISI AZIENDALI

- **Le crisi possono essere di origine esterna, di origine interna, o risultare da una combinazione delle due.**

Le crisi esterne sono rappresentate da:

- a) **Crisi generali di natura congiunturale, ma talora anche con effetti strutturali, come è accaduto nel caso delle patologie causate negli ultimi decenni da ormai ben noti eventi straordinari: le crisi petrolifere degli anni'70, l'uscita della lira dal serpente monetario europeo (1992); lo scoppio della bolla speculativa delle «dot.com» del 2000-2001, poi seguita dall'introduzione dell'euro; la crisi bancaria del 2008-2009 causata dallo scoppio della bolla speculativa immobiliare negli USA; la crisi del debito pubblico (2011); la crisi da Covid 2019 e gli eventi successivi sino agli attuali conflitti bellici.**

Gli effetti per le imprese sono stati, di volta in volta, un forte incremento dei costi. La ricerca di una maggiore competitività attraverso le ristrutturazioni; l'incremento del costo del denaro e la pressione dei problemi di liquidità, nonostante gli interventi a favore del sistema bancario; la caduta della domanda a talora anche dell'offerta.

La valutazione delle aziende in crisi. Convegno in memoria del Prof. Luigi Guatri

- b) **Crisi di tipo settoriale**, anch'esse con effetti congiunturali (avvertiti in modo particolare dai settori detti appunto «ciclici») oppure di tipo strutturale. La caduta della domanda di tipo congiunturale è di regola contrastata con la riduzione del volume di attività, il controllo del circolante, la coltivazione se possibile di altri sbocchi commerciali. Le crisi strutturali sono generalmente dovute a problemi di ciclo di vita, a cambiamenti profondi nelle tecnologie o nei canali di distribuzione, alla concorrenza internazionale esercitata da produttori che beneficiano di vantaggi di costo difficilmente replicabili
- Va ricordato che i fattori esterni di crisi colpiscono ampi aggregati di imprese. Ma solo le più deboli soccombono, perché minate da cause interne di fragilità. A volte queste ultime dominano, causando situazioni patologiche anche in assenza di condizioni avverse esterne.
- Le crisi di origine interna possono essere prodotte da una varietà di fattori, che è essenziale porre in gerarchia, per separare le cause primarie, da affrontare prioritariamente, da quelle derivate. Fra i più frequenti vi è l'incapacità di conservare, attraverso l'innovazione, il vantaggio competitivo, sul fronte dei costi o della differenziazione. Pesano a tal fine le carenze nell'area industriale oppure nell'area del **marketing**. Altre volte incidono gli effetti di scelte imprenditoriali errate. Oppure l'inadeguatezza

La valutazione delle aziende in crisi. Convegno in memoria del Prof. Luigi Guatri

dell'assetto organizzativo, della guida aziendale, dei processi di programmazione e controllo della gestione

- Con riguardo agli effetti, i fattori interni di indebolimento delle imprese possono condurre a:
 - a) Crisi localizzate, che colpiscono solo un segmento del sistema aziendale (una fabbrica obsoleta, un'acquisizione sbagliata, un contratto di dimensioni eccessive e non profittevole, ecc.). Rimuovendo questo nucleo critico, il restante sistema si mantiene vitale.
 - b) Crisi di efficienza, nelle quali non è in discussione il rapporto impresa-mercato, ma che richiedono un miglioramento dei processi critici per adeguarli alle nuove tecnologie e talora a nuovi modelli organizzativi
 - c) Crisi estese di natura strutturale, che richiedono una riformulazione della strategia ed ampie ristrutturazioni, talora riuscendo a salvare solo alcuni rami dell'azienda originaria
 - d) Crisi di origine finanziaria, dove i fattori di debolezza prevalenti non stanno nell'area operativa bensì nell'errata struttura finanziaria, non coerente con la struttura degli investimenti e talora con il ritmo di crescita dell'impresa. Richiedono una riorganizzazione del debito e la riduzione del suo peso, attraverso dismissioni o aumenti di capitale.

I DIVERSI CONTESTI ECONOMICI NEI QUALI SI COLLOCA LA GESTIONE DELLA CRISI

- Passando dal caso generale al caso particolare, l'esperto deve verificare la consistenza del logoramento subito dall'impresa per effetto della patologia che si è radicata, cioè la posizione nella quale essa si trova sul «piano inclinato della crisi». Ciò dipende dalle risorse e dalle competenze di cui l'impresa dispone, dalla sua capacità di ottenere appoggi esterni, dalla consistenza del suo vantaggio competitivo, dalla capacità di realizzare cambiamenti anche rilevanti. Ne conseguono quattro scenari tipici di gestione delle crisi:
 - a) il processo di trasformazione interamente controllato, che può richiedere anche anni, senza che si presentino ipotesi di insolvenza
 - b) il *Turnaround*, nel quale emergono criticità nei rapporti degli *stakeholder*, il cui appoggio è necessario. La capacità di tenuta dell'impresa è minore, sicché il processo deve svolgersi tipicamente in 2-3 anni. Il percorso è sempre guidato dal *management*, che peraltro deve tenere conto anche delle posizioni degli interlocutori esterni.

La valutazione delle aziende in crisi. Convegno in memoria del Prof. Luigi Guatri

- c) l'accordo con i creditori (*workout*), il cui potere contrattuale ormai prevale. Il piano concordato è diretto al miglior soddisfacimento dei creditori stessi, con effetti variabili sull'impresa
 - d) la liquidazione, che può essere realizzata attraverso strade diverse
- A questi scenari economici si sovrappongono i percorsi giuridici previsti dal CCII, dalle forme di composizione negoziata sino agli strumenti di regolazione della crisi; percorsi i cui effetti devono essere apprezzati dall'esperto. Tenendo presente che le procedure, se da un lato proteggono l'impresa da una rapida caduta, dall'altro comprimono il valore, portando la gestione a muoversi in un quadro innaturale e di conclamata debolezza sul fronte esterno.

L'APPREZZAMENTO DEL PIANO INDUSTRIALE E DEL PIANO FINANZIARIO

- L'esperto ha tipicamente il compito di stimare i flussi di risultati prospettici conseguibili dall'impresa in presenza di una certa struttura finanziaria. La sua attenzione perciò deve concentrarsi sul piano industriale presentato e sul connesso piano finanziario, che per ragioni tecniche è utile tenere separati, anche se è evidente che devono combinarsi insieme.
- È sempre utile verificare il peso relativo dei due piani ai fini dei risultati da presentare ai terzi; in particolare ai creditori. Se è notevole il peso della riuscita del piano industriale, il grado di rischio percepito è maggiore, poiché hanno spazio tutte le incertezze relative alla gestione operativa. Se prevalgono le misure di natura patrimoniale/finanziaria, il rischio percepito è inferiore, perché l'area di incertezza acquista una fisionomia diversa.

La valutazione delle aziende in crisi.

Convegno in memoria del Prof. Luigi Guatri

- Ai fini dell'esame del piano industriale, occorre anzitutto verificare se l'impresa abbia già efficacemente attuato le misure per stabilizzare la crisi e per riportare la gestione sotto controllo. Allo scopo è necessario in primo luogo stabilire uno stretto controllo dei flussi di cassa, fissando delle chiare priorità e rinviando tutte le uscite che possono essere differite. Deve intervenire poi un dialogo con i principali *stakeholder* (clienti, fornitori e banche) per assicurare la continuità dei rapporti. A ciò si aggiunge lo sforzo per conseguire ove possibile le economie immediatamente ottenibili e per realizzare un miglioramento dei flussi di cassa (ad esempio con manovre di *marketing* o con operazioni di smobilizzo). Infine, è necessario intensificare ovunque i controlli, introducendo anche procedure speciali.

Occorre poi capire se il piano rappresenta un'effettiva guida per il *management* ai vari livelli, oppure se indica solo delle aspettative. Nel primo caso può contare sulla **compartecipazione programmata** di tutti i maggiori responsabili.

La valutazione delle aziende in crisi.

Convegno in memoria del Prof. Luigi Guatri

- **Esaminando il piano industriale occorre valutare, in seguito, il deterioramento procurato dalla crisi all'impresa e la sua effettiva capacità di superarlo. Allo scopo è necessario vagliare i suoi punti di forza e di debolezza, a fronte delle minacce in corso e delle opportunità ancora esistenti. Deve poi seguire un'attenta verifica di tutte le ipotesi di lavoro accolte, delle quali va verificata la coerenza con lo scenario economico, con la condotta delle imprese confrontabili, con le particolari condizioni dell'azienda esaminata. Infine, deve essere compiuta una valutazione delle risorse disponibili per lo sforzo programmato.**

Le logiche dei piani spesso sono le seguenti:

- riduzione del perimetro aziendale, anche mediante cessioni che giovano al piano finanziario;
- focalizzazione selettiva nelle aree dove maggiore è il vantaggio competitivo, e dunque maggiore la probabilità di ottenere risultati con un limitato uso di risorse
- riposizionamento strategico, con una nuova selezione delle aree d'affari, degli ambiti competitivi e delle modalità di realizzazione delle catene del valore

La valutazione delle aziende in crisi.

Convegno in memoria del Prof. Luigi Guatri

- efficientamento e riorganizzazione
- concentrazione aziendale
- Importante, infine, è la verifica dei mezzi disponibili per la gestione attuativa, comprendendo in ciò le risorse materiali, la capacità del *management* e gli strumenti organizzativi. Ricordando che qualunque piano è sottoposto a controlli periodici per individuare e gestire la variabilità osservata; variabilità che è più accentuata nel caso di un'impresa in crisi. I buoni risultati di un piano sono dovuti non solo alla sua lucidità ma anche – e talora soprattutto – all'efficacia della sua gestione attuativa.
- Il piano finanziario disciplina tutti i movimenti di risorse dell'impresa, con l'obiettivo di ridurre l'indebitamento, di razionalizzarne la struttura, di risolvere i problemi con i creditori, di lasciare auspicabilmente all'impresa, al termine, un assetto che consenta la continuità della sua azione. Se il piano sottintende un accordo, indica le concessioni dei creditori e gli impegni assunti dall'impresa nei loro confronti.

La valutazione delle aziende in crisi. Convegno in memoria del Prof. Luigi Guatri

- Se vi è la disponibilità dei soci, o di terzi, a conferire – anche condizionatamente – nuove risorse o garanzie, l'effetto è sempre molto positivo, sia per l'impresa che per i suoi *stakeholder*. Anche l'annuncio di significativi realaggi di regola ha un effetto positivo, poiché si tratta di operazioni sottratte al rischio della gestione industriale.

È poi prevista la consueta sequenza di operazioni di consolidamento dei debiti e di riduzione dei tassi, seguita con maggiori difficoltà da operazioni di stralcio, di conversione in capitale e di concessione di nuova finanza.

- Nella fase terminale, il piano dovrebbe mostrare il superamento delle criticità e la normalizzazione della gestione finanziaria, con una struttura stabilizzata che è compito dell'esperto accertare. Ad essa può essere appoggiata la stima del costo del capitale in un'ottica di mercato, una volta superate le particolari condizioni che hanno eventualmente caratterizzato il periodo anteriore.