

# Gli aspetti valutativi critici delle aziende in crisi

**Mauro Bini** – Full Professor Bocconi University  
Chair OIV Management Board  
Co-Chair Academic Forum IVSC

1. DP di OIV e aspetti critici della valutazione delle aziende in crisi
2. Analisi fondamentale
3. Configurazioni di valore
4. Modelli valutativi

2025

La valutazione delle  
aziende in crisi

*Discussion paper n. 1/25*

1. **DP di OIV e aspetti critici della valutazione delle aziende in crisi**
2. Analisi fondamentale
3. Configurazioni di valore
4. Modelli valutativi

2025

La valutazione delle  
aziende in crisi

*Discussion paper n. 1/25*

## Perché il DP di OIV

- **Confusione fra valori.** Ad esempio, fra prezzi di cessione di NPL da parte delle banche, valori impliciti nel piano attestato e risultati di *impairment test*
- **Accanimento terapeutico nei casi di aziende non risanabili.** Una corretta valutazione permette di comprendere quando l'azienda è risanabile e quando non lo è.
- **Esigenza di consenso intorno ai valori in gioco.** L'asimmetria informativa esaspera il contrasto di interessi fra creditori (*junior* e *senior*) e fra creditori e azionisti (esigenza di valutazioni condivise). Valutazioni di qualità aggregano il consenso.
- **Crescente responsabilità di amministratori e sindaci.** Azioni di responsabilità in tema di mancata tempestiva rilevazione della perdita del capitale sociale e effetti art. 2086 c.c. (diagnosi precoce della crisi).

### **COSA NON E':**

- Non è un manuale di valutazione di aziende in crisi
- Non è un somma di principi di valutazione di aziende in crisi (è *non authoritative*)
- Non è una guida operativa alla valutazione di aziende in crisi

### **COSA E':**

- Un documento di segnalazione:
  - dei punti critici della valutazione di aziende in crisi
  - delle possibili fonti di errore
- Una sintesi di *best practice*

Lo stato di crisi esalta gli errori tipici del processo valutativo:

- **assenza di analisi fondamentale** → da cui dipende la diagnosi dello stato di crisi dell'azienda e l'uso acritico dei flussi di piano
- **confusione fra configurazioni di valore** → da cui dipendono le differenze fra «valori» della stessa azienda
- **incoerenze nei modelli valutativi** → da cui dipende la corretta applicazione dei criteri di valutazione

## Assenza di analisi fondamentale

- L'assenza di analisi fondamentale:
  - **impedisce di distinguere l'azienda risanabile dall'azienda non risanabile** (logica della sopravvivenza → focus sulla cassa anziché sulla capacità di reddito);
  - **porta a sottovalutare le reali cause della crisi** (confondendo cause con effetti → focus sul passivo anziché sull'attivo);
  - **porta a trascurare la sostenibilità del modello di business** (rischio ed intensità di capitale);
  - **porta a confondere:**
    - crisi con «quasi insolvenza» (mentre la crisi si manifesta molto prima);
    - «insolvenza tecnica» (valore dell'attivo inferiore al valore nominale del debito) con «insolvenza commerciale» (inadempienza di obbligazioni).

**Il valore dell'azienda in crisi è quasi sempre un valore potenziale, non un valore in atto, di conseguenza:**

- al di fuori dei (rari) casi di mera ristrutturazione finanziaria, **non sono calcolabili né il valore intrinseco** (o valore di capitale economico) **né il valore d'uso** (in quanto valori in atto);
- **occorre distinguere** nell'ambito delle diverse configurazioni di valore fra **valori *conditional*** (che riflettono solo alcuni scenari futuri, ad esempio lo scenario di riorganizzazione) e **valori *unconditional*** (che riflettono invece tutti i possibili scenari, anche lo scenario di possibile futura liquidazione)

## Incoerenze di modelli valutativi

- 1) **Non vale il teorema di Fisher** (della separazione fra valore delle attività e scelte di struttura finanziaria)
- 2) **Non vale il modello di Modigliani Miller** (assenza di costi di dissesto)
- 3) **Non si può usare la formula di Hamada per la stima del beta equity** (perché il beta debito non è nullo)
- 4) **Il valore del piano dipende dalla corretta stima del valore di realizzo delle attività da cedere per realizzarlo** (*Path dependency*)
- 5) **La somma fra valore del debito e valore dell'equity non corrisponde al valore dell'attivo dell'azienda esdebitata** (per via dei costi indiretti di dissesto)



La soluzione prevalente consiste nell'aggirare gli ostacoli:

**Valutare l'azienda «come se» fosse sana ed applicare poi degli sconti**

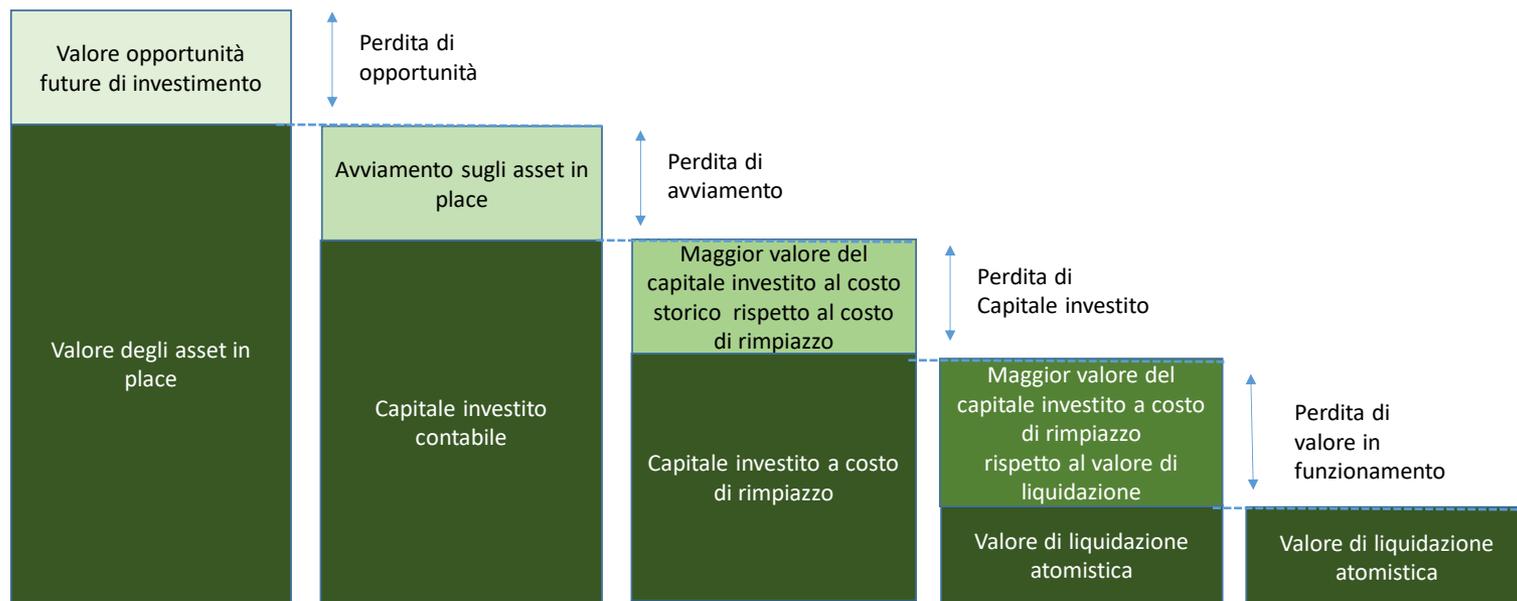
1. DP di OIV e aspetti critici della valutazione delle aziende in crisi
- 2. Analisi fondamentale**
3. Configurazioni di valore
4. Modelli valutativi

2025

La valutazione delle  
aziende in crisi

*Discussion paper n. 1/25*

# La crisi viene da lontano: declino e perdita di valore



## Tipologia di crisi e gravità della crisi

Tipologia di crisi:

Strategic Turnaround → impone nuova strategia e nuovo modello di business

Operating Turnaround → impone azioni di efficientamento e di sviluppo della struttura esistente

Distanza dei Ricavi dalla condizione di parità competitiva:

Categorie: A, B, C di Hofer:

Categoria A (fra 30% e 50%)

Categoria B (fra 50% e 80%)

Categoria C (fra 80% e 120%)

		Insolvenza tecnica	Quasi insolvenza	Equity positivo
		$EV < Debito$	$EV = Debito$	$EV > Debito$
Crisi	$EV < IC_{\text{costo di rimpiazzo}}$	Crisi operativa e insolvenza	Crisi operativa e quasi insolvenza	Crisi operativa
Parità competitiva	$EV = IC_{\text{costo di rimpiazzo}}$	Parità competitiva e insolvenza	Parità competitiva e quasi insolvenza	Parità competitiva
Avviamento	$EV > IC_{\text{costo di rimpiazzo}}$	Avviamento e insolvenza	Avviamento e quasi insolvenza	Avviamento

# Incroccio di due profili: *business risk* e *financial risk* di S&P

Business risk profile		Financial risk profile					
		rischio basso		rischio medio		rischio alto	
		<b>1. Minimal</b>	<b>2. Modest</b>	<b>3. Intermediate</b>	<b>4. Significant</b>	<b>5. Aggressive</b>	<b>6. highly leveraged</b>
rischio basso	<b>1. Excellent</b>	aaa/aa+	aa	a+/a	a-	bbb	bbb-/bb+
	<b>2. Strong</b>	aa/aa-	a+/a	a-/bbb+	bbb	bb+	bbb-/bb+
rischio medio	<b>3. Satisfactory</b>	a/a-	bbb+	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	b+
	<b>4. Fair</b>	bbb/bbb-	bbb-	bb+	bb	bb-	b
rischio alto	<b>5. Weak</b>	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b/b-
	<b>6. Vulnerable</b>	bb-	bb-	bb-/b+	b+	b	b-

1. DP di OIV e aspetti critici della valutazione delle aziende in crisi
2. Analisi fondamentale
3. **Configurazioni di valore**
4. Modelli valutativi

2025

La valutazione delle  
aziende in crisi

*Discussion paper n. 1/25*

# Confusione fra configurazioni di valore

## Configurazioni di valore

## Prospettiva valutativa

Valore intrinseco	Valore in atto
Valore d'uso	Valore in atto (prescinde dalla struttura finanziaria corrente)
Valore di mercato	Cattura lo spettro di tutti i possibili scenari (Include anche lo scenario di liquidazione)
<i>Fair Value</i>	Prescinde dallo stato di difficoltà dell'azienda ( <i>exit price</i> ), adotta la prospettiva del partecipante al mercato
Costo di rimpiazzo	Rappresenta l' <i>entry price</i> delle attività
Valore di liquidazione OIC	Può riflettere tre stadi di liquidazione (ordinata, accelerata, forzata)
<i>Reorganization Value</i>	Valore di mercato del piano di ristrutturazione (esclude il rischio di deragliamento del piano) considera struttura finanziaria effettiva
<i>Hope Value</i>	Valore recuperabile al ristorarsi del ciclo economico
Valore di mercato ad una data futura	<i>Prudential value</i>

## Valori relativi: insolvenza tecnica

### Insolvenza tecnica

---

$EV < \text{Valore nominale debito}$

---

$\text{Valore di mercato equity} + \text{Valore di mercato debito} < \text{Valore nominale debito}$

---

Se:

---

$\text{Valore nominale debito} = \text{Valore di mercato debito} + \text{Sconto sul debito}$

---

Allora:

---

$\text{Valore di mercato equity} + \text{Valore di mercato debito} < \text{Valore di mercato debito} + \text{Sconto sul debito}$

---

Da cui:

---

$\text{Valore di mercato equity} + \text{Valore di mercato debito} < \text{Valore di mercato debito} + \text{Sconto sul debito}$

---

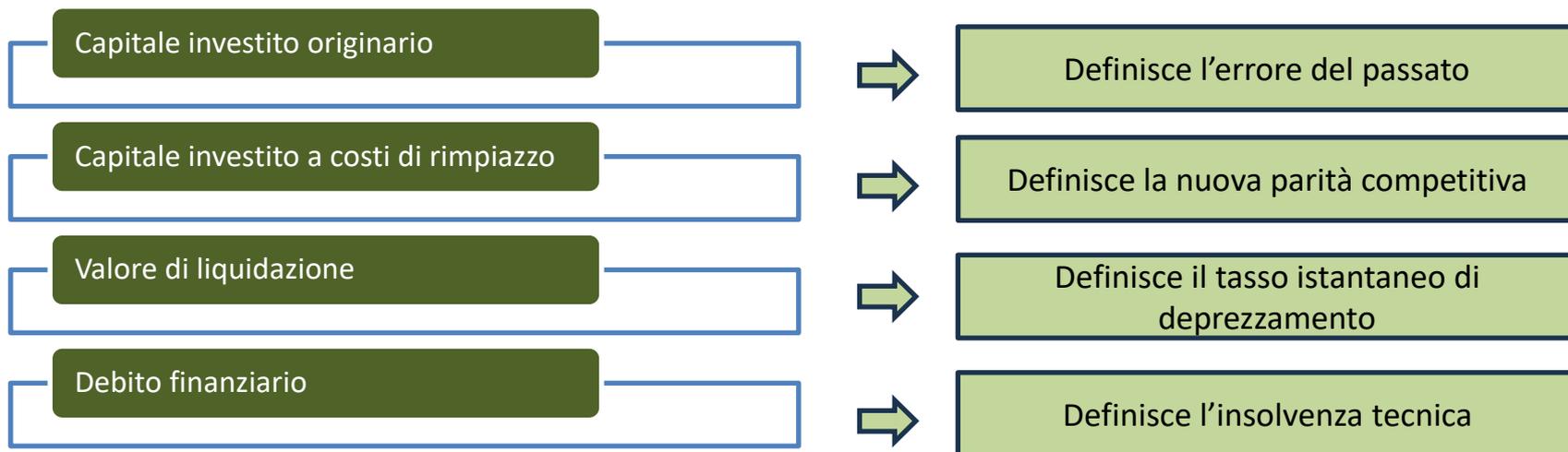
**$\text{Valore di mercato equity} < \text{Sconto sul debito}$**

## Esempio: sconto sul debito vs. equity

### Relazione fra valore del debito e valore dell'equity nei casi di insolvenza e di declino strutturale ante insolvenza

	valore to be in HP di ristrutturazione	probabilità ristrutturazione	valore in HP di liquidazione	Probabilità liquidazione	Valore corrente
<b>Impresa insolvente (valore dell'attivo corrente &lt; valore nominale del debito): sconto sul valore del debito &gt; valore dell'equity</b>					
EV	120	50%	60	50%	90
Debito finanziario (MV)	100	50%	60	50%	80
Equity (MV)	20	50%	0	50%	10
Valore nominale del debito finanziario	100		100		100
Sconto sul debito (Valore nominale debito - FMV debito)	0		40		20
<b>Impresa non insolvente , ma in declino strutturale (valore dell'attivo corrente &gt; valore nominale del debito): il debito è comunque a sconto, ma lo sconto è inferiore al valore dell'equity</b>					
EV	120	50%	90	50%	105
Debito finanziario (MV)	100	50%	90	50%	95
Equity (FMV)	20	50%	0	50%	10
Valore nominale del debito finanziario	100		100		100
Sconto sul debito (Valore nominale debito - MV debito)	0		10		5

## Reference point per valutare natura e gravità della crisi



# Errori del passato: investimenti errati

## A) Impresa con eccesso di investimenti nel passato: relazione fra differenti valori di EV e situazioni di crisi

		Sotto- performante	Sotto Stress	Insolvente (ristrutturazione finanziaria e turnaround)	in liquidazione
	<i>Scenario</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>
Ebitda		10	8	4	1
Multiplo EV/Ebitda		5	5	5	5
EV		50	40	20	5
<i>Relazione fra EV e valori di riferimento rilevanti</i>		<i>IC<sub>e</sub> &gt; EV &gt; IC<sub>cr</sub></i>	<i>EV &lt; IC<sub>cr</sub></i>	<i>Debito fin. &gt; IC<sub>cr</sub> &gt; EV</i>	<i>EV &lt; Valore liq.</i>
	In % del capitale investito storico				
IC <sub>e</sub> (capitale investito effettivo o originario )	100%	70	70	70	70
IC <sub>cr</sub> (capitale a costi di rimpiazzo )	60%	42	42	42	42
Valore di liquidazione	15%	10,5	10,5	10,5	10,5
Debito finanziario	50%	35	35	35	35

## B) Impresa in settore in crisi: relazione fra differenti valori di EV e situazione di crisi

		Sotto- performante	Insolvente (ristrutt.ne finanziaria)	In liquidazione	in liquidazione
Ebitda		10	8	4	1
Multiplo EV/Ebitda		5	5	5	5
EV		50	40	20	5
<i>Relazione fra EV e valori di riferimento rilevanti</i>		<i>IC<sub>e</sub>&gt;EV&gt;IC<sub>cr</sub></i>	<i>Debito fin&gt;EV&gt;IC<sub>cr</sub></i>	<i>EV&lt; Valore liq.</i>	<i>EV&lt;Valore liq.</i>
	In % del capitale investito storico				
IC <sub>e</sub> (capitale investito effettivo o originario )	100%	70	70	70	70
IC <sub>cr</sub> (capitale a costi di rimpiazzo )	40%	28 ↓	28	28	28
Valore di liquidazione	30%	21 ↑	21	21	21
Debito finanziario	70%	49 ↑	49	49	49

## C) Impresa con cattiva gestione (mismanagement): relazione fra differenti valori di EV e situazioni di crisi

		Sotto Stress	In liquidazione	In liquidazione	In liquidazione
Ebitda		10	8	4	1
Multiplo EV/Ebitda		5	5	5	5
EV		50	40	20	5
<i>Relazione fra EV e valori di riferimento rilevanti</i>		<i>EV &lt; IC<sub>cr</sub></i>	<i>EV &lt; Valore liq.</i>	<i>EV &lt; Valore liq.</i>	<i>EV &lt; Valore liq.</i>
In % del capitale investito storico					
IC <sub>e</sub> (capitale investito effettivo o originario )	100%	70	70	70	70
IC <sub>cr</sub> (capitale a costi di rimpiazzo )	80%	56 <span style="color: green;">↑</span>	56	56	56
Valore di liquidazione	70%	49 <span style="color: green;">↑</span>	49	49	49
Debito finanziario	50%	35 <span style="color: red;">↓</span>	35	35	35

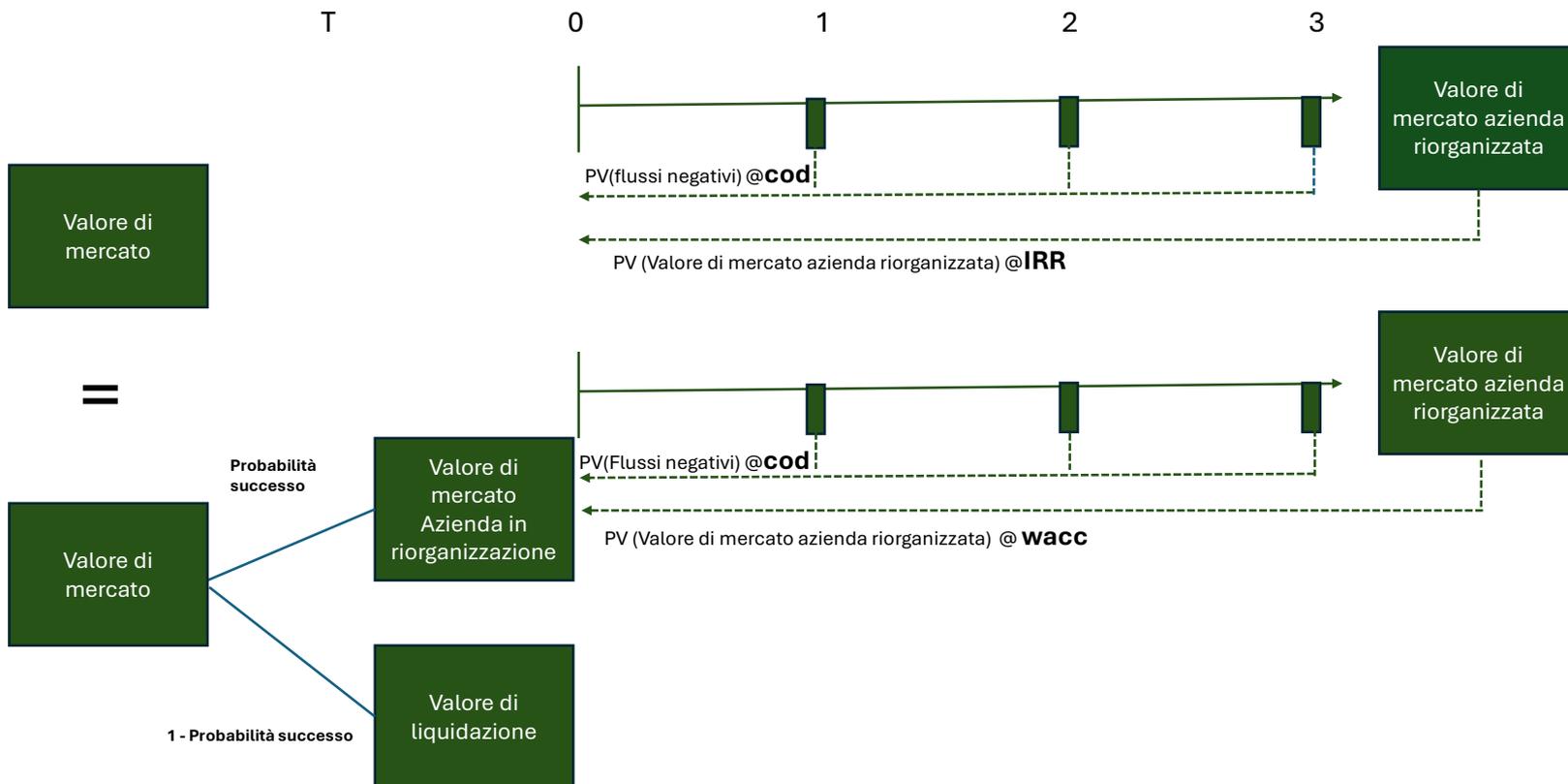
1. DP di OIV e aspetti critici della valutazione delle aziende in crisi
2. Analisi fondamentale
3. Configurazioni di valore
4. **Modelli valutativi**

2025

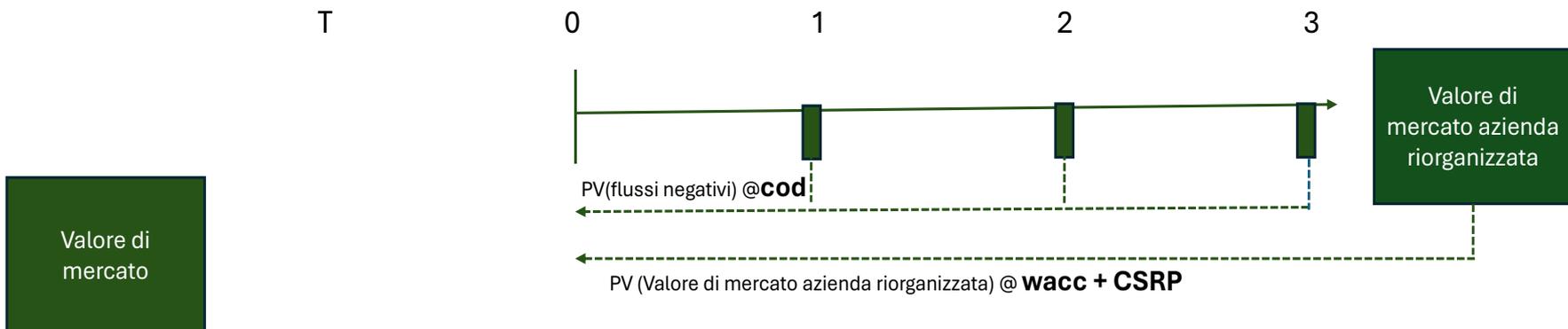
La valutazione delle  
aziende in crisi

*Discussion paper n. 1/25*

## Valore di mercato azienda in crisi: tre approcci del DCF



## Valore di mercato azienda in crisi: tre approcci del DCF



Le variabili chiave tradizionalmente non considerate nella stima del valore di mercato dell'azienda in bonis sono:

**IRR**

**Probabilità di successo**

**CSRP= *Corporate Specific Risk Premium***

**Poiché i tre approcci devono condurre allo stesso risultato le tre variabili (IRR, Probabilità di successo, CSRP) devono essere fra loro coerenti**

**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%
		U\$ 50 M Ebitda	19,0%	19,5%	20,0%
Venture capital	26	Pre-seed	34,8%	51,5%	68,3%
		Seed	19,3%	25,5%	43,0%
		Early Stage	21,8%	25,5%	29,3%
		Expansion	21,8%	23,0%	25,5%
Angel	58	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%

## Probabilità di insuccesso: % di *write-off* PE e VC

	anni	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Media 10 anni
Write off (no. Transazioni)		39	24	24	11	8	24	8	18	8	6	17
Totale campione (No. Transazioni)		102	95	74	64	91	105	56	56	50	54	74,7
Incidenza percentuale dei write off su numero di transazioni		<b>38%</b>	<b>25%</b>	<b>32%</b>	<b>17%</b>	<b>9%</b>	<b>23%</b>	<b>14%</b>	<b>32%</b>	<b>16%</b>	<b>11%</b>	<b>22%</b>

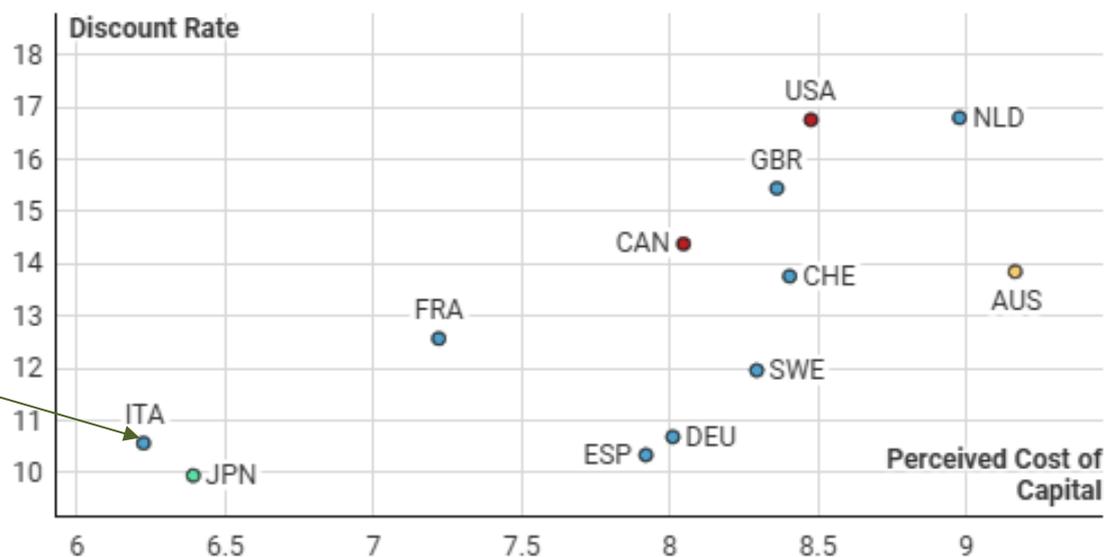
	anno	2022
Early stage		50%
Development		17%
Replacement		0%
MBO/MBI		33%



## CSRP: premi per il rischio investimenti con capacità di reddito di nuova formazione

### Discount Rates and Perceived Cost of Capital in Different Countries

● Asia ● Europe ● Oceania ● North America



Perceived cost of capital = 6,224%  
 Discount rate = 10,568%  
**Delta = 4,344%**

## Multipli EV

Errata stima dell'EV per uso di valore nominale del debito di aziende comparabili



Uso di multipli correnti per la stima del TV nel DCF



Eccesso debito di fornitura dell'azienda in crisi



Uso di multipli più dispersi, in luogo dei multipli più dispersi

**Possibili diverse configurazioni del debito per giungere all'*equity*:**

1. Valore nominale
2. Valore nominale con penale di *change of control*
3. Valore riacquisto debito da parte dell'investiture
4. *Fair value* del debito
5. *Fair value* del debito con sconto per mancanza di liquidità (= valore di mercato)

**Possibili *adjustment* al debito:**

- a. Arretrato fornitori
- b. Ferie non godute
- c. Passività potenziali
- d. Stagionalità
- e. Debito infragruppo
- f. *Lease contract*
- g. Ibridi
- h. Effetti diluitivi

# Grazie