

Convegno in memoria del Prof. Luigi Guatri

La valutazione delle aziende in crisi

Il Punto di vista delle Professioni
Tavola Rotonda

Marco Vulpiani

Assirevi

Milano, 14 Aprile 2025

mvulpiani@deloitte.it

LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE IN CRISI

L'analisi della continuità aziendale

L'analisi della **continuità aziendale** è un presupposto fondamentale alla formulazione del giudizio di revisione contabile.

ISA 570

Come predisposto dall'ISA 570, «[...] Il revisore deve ottenere **elementi probativi sufficienti e appropriati riguardo all'adeguatezza del presupposto della continuità aziendale** utilizzato dalla direzione nella redazione del bilancio. [...] Se il revisore conclude che l'uso del presupposto della continuità aziendale è appropriato, ma sussiste un'incertezza significativa, il revisore deve valutare se il bilancio fornisce un'informativa adeguata di tale incertezza. [...] Se l'informativa è adeguata, il revisore include un paragrafo di richiamo di informativa nella relazione. Se non lo è, modifica il proprio giudizio»

La **relazione di revisione** che viene **rilasciata** con un **giudizio a seconda della valutazione** sulla **continuità aziendale**. Di seguito si **riportano i giudizi rilasciabili dal revisore** sulla base dell'ISA 700 e ISA 705:

Giudizio positivo (clean opinion)

- Il **bilancio fornisce un'immagine veritiera e corretta** della **situazione patrimoniale, finanziaria ed economica** dell'azienda;
- È **associato un giudizio di continuità aziendale** che non **implica successivi approfondimenti d'analisi**.

Giudizio con rilievi (qualified opinion)

- L'**informativa in nota integrativa è inadeguata**;
- Assumono **rilevo incertezze sulla continuità aziendale** che **non vengono adeguatamente comunicate in bilancio**;
- Il **bilancio è conforme ma con osservazioni**.

La **presenza di *impairment indicator*** richiede **valutazioni ai fini di bilancio**.

Giudizio negativo (*adverse opinion*)

- Il **presupposto di continuità aziendale è inappropriato**;
- Il **bilancio risulta fuorviante, l'ottica *going concern* non risulta valida**;
- Il **bilancio non rappresenta fedelmente la situazione dell'impresa**.

Nell'impossibilità di recupero della crisi viene **redatto il bilancio di liquidazione** ai sensi **dell'art. 2490 c.c.**

Le valutazioni nel
caso di
Giudizio con rilievi



LE VALUTAZIONI NEL CASO DI GIUDIZI CON RILIEVI

La crisi come presunto indicatore di impairment

Come riportato nel documento «**La valutazione delle aziende in crisi**», Discussion paper n. 1/25 dell'OIV (di seguito «Discussion Paper OIV») al capoverso 113:

*«Lo **stato di crisi** rappresenta un fattore di **presunzione di impairment**. L'**impresa in crisi** è quindi chiamata a svolgere una **verifica di recuperabilità del valore iscritto in bilancio delle proprie attività immobilizzate** (materiali ed immateriali) e dell'avviamento (c.d. **impairment test**). La caratteristica del bilancio consiste nel fatto di adottare **due possibili diverse prospettive: la continuità o la liquidazione**.*

*Ciò mentre **i valori di mercato dell'azienda** o di parte dell'**azienda in crisi** esprimono una **media ponderata fra il valore nello scenario di continuità** (leggasi ristrutturazione) ed il **valore nello scenario di liquidazione**.*

*Questa circostanza fa sì che le valutazioni ai fini di un **bilancio in continuità, non considerino la prospettiva dell'insuccesso del piano di ristrutturazione**. Il **valore recuperabile** è il maggiore fra il **valore d'uso** ed il **fair value** (e quest'ultima configurazione di valore corrisponde al prezzo di cessione dell'attività o dell'azienda: **exit price**)»*

LE VALUTAZIONI NEL CASO DI GIUDIZI CON RILIEVI

Valore d'uso e Fair Value

Valore d'uso

«Il **valore d'uso** esprime il valore dell'attività o del business nella **condizioni correnti** nella **prospettiva del soggetto che ne fa uso** (la specifica entità in crisi), prescindendo dalla specifica struttura finanziaria», Discussion Paper OIV, capoverso 114

Fair Value

«il **fair value** è un valore di scambio ed esprime un prezzo di **cessione netto** (dei costi di vendita) in una **transazione ordinata**, ossia una transazione che non vede **né il cedente né l'acquirente in condizioni di debolezza contrattuale**», Discussion Paper OIV, capoverso 116

«Nei casi in cui l'azienda sia insolvente, ma non debba effettuare ristrutturazioni dell'attivo è frequente che il **valore d'uso sia superiore al valore di mercato dell'entità stessa**, nonostante i limiti posti dal principio contabile alla stima del valore d'uso (massimo cinque anni di previsione esplicita, sterilizzazione dei benefici di ristrutturazioni ed espansioni nelle quali l'azienda non si è ancora impegnata, tassi di cambio costanti, struttura finanziaria normale), e ciò accade perché il valore di mercato necessariamente considera anche lo scenario di possibile liquidazione dell'azienda, il valore d'uso invece lo esclude. Questa circostanza è spesso non compresa con conseguenze anche gravi. Ad esempio, nei casi di successivo dissesto dell'azienda, proprio **l'evidenza negli anni precedenti di una importante differenza positiva fra il valore recuperabile ed il valore di mercato dell'attivo** (dato dalla somma, per le società con titoli quotati, fra la capitalizzazione di borsa ed il valore di mercato del debito) è assunta **come indizio di un impairment test di povera qualità**. Tuttavia, per le ragioni ora illustrate il confronto è improprio in quanto il valore d'uso deve necessariamente escludere la possibilità di liquidazione dell'azienda, scenario che invece i valori di mercato inevitabilmente riflettono», Discussion Paper OIV, capoverso 115



LE VALUTAZIONI NEL CASO DI GIUDIZI CON RILIEVI

Le attività oggetto di impairment test

«L'entità deve valutare a ogni data di riferimento del bilancio se esiste una indicazione che un'attività possa aver subito una riduzione di valore. Se esiste una qualsiasi indicazione di ciò, l'entità deve stimare il valore recuperabile dell'attività», IAS 36, par 9

CGU



CASH GENERATING UNIT (CGU)

«Un'unità generatrice di flussi finanziari è il più piccolo gruppo identificabile di attività che genera flussi finanziari in entrata che sono ampiamente indipendenti dai flussi finanziari in entrata generati da altre attività o gruppi di attività», IAS 36, par 6

ASSET



ASSET TANGIBILI OPERATIVI

«Normalmente il valore di mercato dei beni materiali è affidato a tecnici specializzati. In relazione alla tipologia dei beni, la valutazione può riferirsi alle condizioni effettive delle attività o al loro valore nella presunzione di un buon stato manutentivo», Discussion Paper OIV, capoverso 127



ASSET TANGIBILI NON OPERATIVI

L'identificazione del valore di mercato degli asset tangibili non operativi è funzionale in tutti i casi siano necessarie risorse per far fronte alla crisi o per l'implementazione del piano facilmente reperibili e senza intaccare la capacità di generare reddito



ASSET INTANGIBILI

«I criteri di valutazione devono assumere la prospettiva del partecipante al mercato, ed in particolare valutare se ed in che misura i partecipanti al mercato già dispongano di beni simili o di sostituti», Discussion Paper OIV, capoverso 129

LE VALUTAZIONI NEL CASO DI GIUDIZI CON RILIEVI

Proiezioni di piano

Stima del tasso di sconto

Elevato costo del debito

Peso del Terminal Value

L'Analisi del Piano

Nella valutazione di aziende in crisi è fondamentale analizzare le **proiezioni del piano**, poiché da esse dipende la **stima del valore recuperabile**. La principale difficoltà risiede normalmente nelle notevoli incertezze prospettiche.



IDENTIFICAZIONE ASSUNZIONI STRATEGICHE E DI MERCATO

- **Analisi delle leve strategiche** dichiarate (espansione geografica, nuovi prodotti, digitalizzazione, etc.);
- **Evidenza delle assunzioni di mercato sottostanti** (crescita domanda, prezzi, quota di mercato, inflazione, tassi di cambio);
- **Verifica della coerenza tra obiettivi e risorse** (finanziarie, operative, umane).



CONFRONTO CON SCENARI MACROECONOMICI

- **Confronto delle previsioni del piano con dati esterni** (Banca d'Italia, FMI, OCSE, analisi settoriali);
- **Identificazione degli eventuali scostamenti** tra lo scenario del piano e quello atteso dagli **analisti indipendenti**;
- **Valutazione se lo scenario sia prudente, realistico o eccessivamente ottimistico.**



ANALISI DELLE SOCIETA' COMPARABILI

- **Analisi di benchmark** dei KPI economici e finanziari (EBITDA *margin*, ROI, crescita ricavi);
- **Confronto delle strategie** e.g. innovazione, investimenti, efficienza operativa;
- **Posizionamento competitivo** dell'impresa nel settore.



STRESS TEST SULLA SOLIDITÀ DEL PIANO PROSPETTICO

- **Valutazione della resilienza del piano a scenari avversi** (inflazione, tassi, calo domanda)
- **Simulazioni su sensibilità delle assunzioni chiave**
- **Verifica della sostenibilità finanziaria in scenari di stress** (cash flow, covenant, rating)

LE VALUTAZIONI NEL CASO DI GIUDIZI CON RILIEVI

L'informativa finanziaria prospettica

Proiezioni di piano

Stima del tasso di sconto

Elevato costo del debito

Peso del Terminal Value

Un **utile riferimento**, dal **punto di vista metodologico**, è rappresentato da **quanto suggerito dall'ISAE 3400** che prevede per le assunzioni sviluppate dal management una distinzione tra ***forecast e projection***:



**Previsione
Forecast**

Il termine ***forecast*** indica un'**informativa finanziaria prospettica** redatta sulla base di **assunzioni** relative ad **eventi futuri** che la **direzione** si **aspetta** si **verificheranno** e alle **azioni** che la **direzione** stessa **intende intraprendere** alla data in cui tale informativa è redatta (assunzioni basate sulle migliori stime).



**Previsione
Ipotetica
Projection**

Il termine ***projection*** indica un'**informativa finanziaria prospettica** redatta sulla base di: (i) **assunzioni ipotetiche** circa **eventi futuri** e azioni della direzione da intraprendere che **non necessariamente ci si attende si verificheranno**; (ii) una **combinazione di assunzioni** basate sulle **migliori stime** e di **assunzioni ipotetiche**.

Assunzioni maggiormente critiche

Per le **assunzioni ipotetiche**, in quanto **non sotto il controllo del management**, è particolarmente utile svolgere un'**analisi di rischio e multiscenario** per valutare la **recuperabilità delle attività** in contesto di incertezza (in termini probabilistici).

LE VALUTAZIONI NEL CASO DI GIUDIZI CON RILIEVI

Analisi di Montecarlo

In condizione di incertezza, è suggeribile **effettuare un'analisi di rischio, come la Montecarlo Analysis, al fine di analizzare i rischi connessi all'implementazione del piano, il loro impatto economico finanziario e la relativa probabilità di recuperabilità delle attività.**

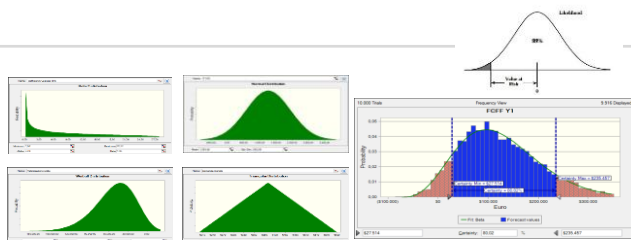
Proiezioni di piano

Stima del tasso di sconto

Elevato costo del debito

Peso del Terminal Value

L'Analisi di Montecarlo consente di **valutare l'impatto dell'incertezza sulle variabili chiave** di un **modello** e, quindi, **stimare la probabilità di successo** di uno specifico **scenario**. Essa consiste nel **generare un elevato numero di scenari alternativi**, in ciascuno dei quali le variabili di *input* (ricavi, margini, costi, investimenti, ecc.) assumono valori diversi, estratti casualmente secondo le loro distribuzioni di probabilità.



Si individua un set di variabili del piano e si assegna per ciascuna una distribuzione di probabilità rappresentativa dell'incertezza associata.



Si stimano gli impatti delle variabili analizzate sulla base dei valori assunti nei diversi scenari.



Si osservano gli esiti delle simulazioni per stimare la probabilità di successo del piano.



Infine, si analizza quali variabili influenzano di più il risultato. Questo aiuta a rendere il piano più robusto e a concentrarsi sui punti critici da monitorare.

LE VALUTAZIONI NEL CASO DI GIUDIZI CON RILIEVI

Analisi in contesti di incertezza: Il Valore Atteso

Proiezioni di piano

Stima del tasso di sconto

Elevato costo del debito

Peso del Terminal Value

Nei casi di particolare incertezza sui possibili scenari di piano, per la valutazione delle attività si può fare riferimento al c.d. **Expected Value**, sulla base delle seguenti fasi:

- ① Analisi di **possibili scenari**
- ② Stima del **valore nei diversi scenari**
- ③ Stima della **Probabilità di realizzo** degli **scenari** contemplati
- ④ Calcolo dell'**Expected Value** come media ponderata dei valori attesi al verificarsi dei differenti scenari per la loro probabilità di realizzo.

$$EV = V_{\text{Best}} \times (1 - P_w - P_B) + V_{\text{Base}} \times P_B + V_{\text{Worst}} \times P_w$$

Dove:

EV = Expected Value

V Best = Value nello scenario Best

V Base = Value nello scenario Base

V Worst = Value nello scenario Worst

P_B = Probabilità scenario Base

P_w = Probabilità scenario Worst

LE VALUTAZIONI NEL CASO DI GIUDIZI CON RILIEVI

Le ulteriori complessità valutative

Proiezioni di piano

Stima del tasso di sconto

Elevato costo del debito

Peso del Terminal Value

Il Costo del Capitale Proprio

Nella valutazione di aziende in crisi ricopre un ruolo essenziale **la stima di un tasso di sconto capace di riflettere il grado di rischio** associato al piano e al contesto di crisi. In tali casi può risultare consigliabile applicare un premio per il **rischio di execution**, nonostante le difficoltà nel definire un criterio oggettivo per la sua stima. Può essere utile riferirsi all'**errore medio storico tra budget e consuntivi**, quale misura della capacità **previsionale** o a **modelli previsionali del livello di crisi (e.g. Z-score di Altman)** e conseguenti premi per il rischio.

Il Costo del Debito

Le aziende in crisi presentando un **rischio più elevato di insolvenza**, subiscono **tassi d'interesse maggiori per compensare il rischio**. Il loro **rating creditizio peggiorando**, rende più costoso e difficile l'accesso al finanziamento.

Il Terminal Value

Per le **aziende in crisi**, la principale parte del **valore** aziendale deriva dal **valore terminale**; ciò rende la **valutazione** particolarmente **sensibile alle ipotesi dei parametri base** (WACC, Cash Flow Normalizzato e g rate). La **stima del valore terminale** dovrebbe presupporre il **raggiungimento di condizioni normalizzate**, ovvero che l'impresa non versi più in uno **stato di disequilibrio** e ciò in **alcuni casi si raggiunge oltre il periodo esplicito**.

Le Valutazioni nel
caso di
Giudizio negativo
(Liquidazione)



LE VALUTAZIONI NEL CASO DI LIQUIDAZIONE

Il bilancio di liquidazione

Il bilancio di liquidazione è redatto dai liquidatori ai sensi dell'articolo 2490 del codice civile. **La configurazione di valore da assumere per ciascuna categoria di attività e di passività del bilancio di liquidazione è indicata dai principi contabili.**



«I **principi contabili italiani** (OIC 5R in consultazione) indicano per le **immobilizzazioni immateriali, le immobilizzazioni materiali, le partecipazioni ed i titoli di debito**, il minore fra il **valore netto contabile all'avvio della liquidazione** ed il **valore di realizzazione desumibile dall'andamento del mercato**», Discussion Paper OIV, capoverso 118



«Le rimanenze sono valutate al **minore fra il costo ed il valore di realizzazione desumibile dall'andamento del mercato.**», Discussion Paper OIV, capoverso 118



«I **crediti sono valutati al presumibile realizzo.**», Discussion Paper OIV, capoverso 118

L'OIC 5R in consultazione così definisce il **valore di realizzazione** desumibile dall'andamento del mercato: “La stima del prezzo, avuto riguardo alle informazioni desumibili dal mercato e alle condizioni di vendita applicate nella fase di liquidazione, al netto dei costi diretti di vendita e dismissione. Tale valore non necessariamente coincide con il valore di mercato, ben potendo la società, per esigenze della liquidazione, decidere ad esempio di vendere a prezzi più bassi del mercato nella logica di un incasso immediato”.

Questa definizione sembra coincidere con la definizione dei **principi italiani di valutazione** relativamente al **valore di smobilizzo**. Il PIV I.6.7. così definisce il valore di smobilizzo: “Il valore di smobilizzo è un prezzo fattibile in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo d'investimento”, Discussion Paper OIV, capoverso 119, 120

LE VALUTAZIONI NEL CASO DI LIQUIDAZIONE

I valori di liquidazione

Il **Discussion Paper OIV**, al paragrafo 121, qualifica il **valore di smobilizzo** definito dal PIV I.6.7. con **tre particolari tipologie di valori** di liquidazione (ordinata, accelerata o forzata).

- 1.** | **La liquidazione ordinata** assume che ciascuna attività sia ceduta separatamente con un ragionevole arco temporale di esposizione al mercato.
- 2.** | **La liquidazione accelerata** (quick sale) assume che ciascuna attività sia ceduta con un'esposizione al mercato inferiore a quella richiesta per una liquidazione ordinata
- 3.** | **La liquidazione forzata** assume che ciascuna attività sia ceduta separatamente con adeguata pubblicità nell'ambito di una vendita obbligata che normalmente assume la forma d'asta

	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
Valore di smobilizzo (liquidazione forzata)	X	X	X	✓

LE VALUTAZIONI NEL CASO DI LIQUIDAZIONE

La valutazione di cessione di beni materiali o immateriali | asset materiali

«In relazione alla tipologia dei beni, la valutazione può riferirsi alle condizioni effettive delle attività o al loro valore nella presunzione di un buon stato manutentivo. Nel secondo caso è necessario tradurre il valore di mercato dei beni materiali al loro stato corrente, stimando i costi curabili ed i costi incurabili (obsolescenza). Dal valore di mercato occorre poi ricavare il valore di liquidazione.», Discussion Paper OIV, capoverso 127



La stima del valore di liquidazione di beni materiali presuppone la **verifica della marketability e della liquidità dell'asset**

La **marketability** dell'attività, ossia la **vendibilità dell'attività**, riguarda i seguenti tre profili:

- La **vendibilità dell'attività** nelle sue **attuali condizioni**;
- La **probabilità di vendita**;
- Le **caratteristiche dell'attività**.

La **liquidità** dell'attività, ossia i **tempi** necessari alla vendita ed il **prezzo** ricavabile, riguarda i seguenti tre profili:

- I **tempi** necessari a realizzare la **vendita al valore corrente**;
- la **liquidità** a disposizione dei **potenziali acquirenti**;
- le caratteristiche del **mercato** in cui può essere **ceduta** l'attività.

LE VALUTAZIONI NEL CASO DI LIQUIDAZIONE

La valutazione di cessione di beni materiali o immateriali | asset immateriali

Nel caso di **beni immateriali** in genere **non esiste un mercato di riferimento** e quindi la stima del valore di mercato non può che essere **desunta da criteri di valutazione reddituali**.

I criteri di valutazione devono assumere:



- i.* la **prospettiva del partecipante al mercato**, ed in particolare valutare se ed in che misura i partecipanti al mercato già dispongano di beni simili o di sostituti;
- ii.* il **valore difensivo che l'asset potrebbe rivestire per uno specifico soggetto**. E' il caso in cui l'acquisto dell'asset intangibile permette all'acquirente di sottrarlo dal mercato, impedendo così alla concorrenza di appropriarsene;
- iii.* i **costi incurabili che l'asset può aver subito a seguito delle difficoltà finanziarie ed operative** dell'azienda in crisi;
- iv.* le **potenzialità dell'asset inespresse in capo all'azienda in crisi**.

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

Grazie
dell'attenzione

Deloitte.

Marco Vulpiani, PhD
Equity Partner
Head of Economics

Direct: +39 06 36749315
Mobile: +39 348 8856689
mvulpiani@deloitte.it

Deloitte Financial Advisory S.r.l. S.B.
Via Vittorio Veneto 89
00187 Rome
Italy
Tel: + 39 06 367491
www.deloitte.it