

2025

La valutazione delle aziende in crisi

Discussion paper n. 1/25



Organismo Italiano di Valutazione

Sommario

1. PREMESSA	3
2. LA RETE CONCETTUALE DI RIFERIMENTO	4
2.1. La valutazione delle aziende in crisi.....	4
2.2. I richiami ai PIV	9
3. LA VARIABILE COMPLESSITA' DELLE CRISI E DEI PIANI PER SUPERARLE. L'ANALISI DEI FATTORI DI RISCHIO	12
3.1 Le diverse prospettive di esame	12
3.2 Il contesto economico nel quale si colloca la gestione della crisi.....	12
3.3 L'entità delle sfide da fronteggiare.....	14
3.3.1. Le crisi di origine esterna	14
3.3.2 Le crisi di origine interna	16
3.4 La consistenza del progetto industriale	18
3.4.1. Le misure per la stabilizzazione della crisi.....	19
3.4.2 Le premesse alla base del piano.....	20
3.4.3 La struttura del processo di trasformazione	21
3.4.4 I mezzi disponibili per la gestione attuativa	23
3.5 Le caratteristiche del progetto finanziario	24
3.6 Il quadro giuridico che regola i rapporti	25
4. LE VALUTAZIONI IN SENO ALLE SOLUZIONI CONCORDATE ED ALLE PROCEDURE	28
4.1. La strutturazione dell'analisi	32
4.1.1. La definizione del percorso valutativo	32
4.1.2. La composizione negoziata della crisi	36
4.1.3. La scelta del tasso di sconto e/o del multiplo di valutazione.....	37
4.2. Il ventaglio delle analisi	42
4.2.1. Le valutazioni di bilancio (<i>impairment test</i>) dell'impresa debitrice.....	42
4.2.2. Le valutazioni di bilancio (di liquidazione) dell'impresa debitrice.....	44
4.2.3. Le valutazioni dell'impresa debitrice ai fini di operazioni sul capitale.....	47
4.2.4. L'uso dei multipli nella valutazione di cessione di rami aziendali o dell'azienda (anche nell'ottica della continuità indiretta)	48
4.2.5. La valutazione di cessione di beni materiali o immateriali	49
4.2.6. L'affitto di azienda.....	52
5. LE VALUTAZIONI NELL'OTTICA DEI PORTATORI DI INTERESSI (VALUTAZIONI DI CONVENIENZA ECONOMICA).....	54
5.1 Le valutazioni nell'ottica dei vecchi soci	54

5.2 Le valutazioni dei crediti.....	57
6. IL PERCORSO DI ANALISI DELL'ESPERTO	59

1. PREMESSA

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

Il *Discussion Paper* si limita a fornire alcune linee guida generali, richiamando alcuni aspetti di attenzione rilevanti per l'Esperto di valutazione.

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

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

- abbia già dimestichezza con i principi di valutazione nazionali (PIV);
- rispetti il *Code of Ethics* dell'IVSC o, per l'Esperto professionista, le norme deontologiche applicabili, quali, per esempio, il *Codice deontologico della Professione* per gli iscritti nell'albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili o il *Codice dei principi di deontologia professionale, riservatezza e segreto professionale dei soggetti abilitati all'esercizio dell'attività di revisione legale dei conti* per gli iscritti nel Registro dei revisori legali;
- abbia adeguata conoscenza delle tecniche e dei modelli di valutazione in quanto il *Discussion Paper* si limita a richiamare tecniche e modelli senza illustrarli

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

Ai fini dell'apprezzamento dei rischi connessi ai flussi di risultati e alla struttura finanziaria è importante che egli tenga conto delle diverse dimensioni del problema, illustrate nel

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

Le linee guida di questo documento non trovano applicazione agli intermediari bancari e finanziari in quanto oggetto di un framework normativo dedicato.

Il *Valuation Handbook* dell'EBA in tema di valutazioni per le risoluzioni bancarie già indica le metodologie, gli strumenti e gli approcci da seguire nella valutazione degli intermediari in crisi. La press release dell'EBA del 22.02.2019 recita *“Il Manuale, frutto della stretta collaborazione con le autorità nazionali di risoluzione e il Comitato di Risoluzione Unico (SRB), intende colmare il divario tra l'approccio normativo in materia di risoluzione e le pratiche di valutazione, fornendo indicazioni concrete sui passaggi pratici del processo di valutazione, sui criteri di valutazione specifici applicabili ai vari strumenti di risoluzione e, al fine di facilitare l'adozione di una decisione informata da parte dell'autorità di risoluzione, indicando il contenuto che ci si aspetta di includere nel rapporto di valutazione. Sebbene il Manuale copra sia la valutazione prima della risoluzione che quella successiva (mirata a determinare se nessun creditore risulti in condizioni peggiori), si concentra principalmente sulla valutazione prima della risoluzione, supportando così la decisione di risoluzione, che influisce immediatamente su azionisti e creditori”*. Non si segnala nessun vuoto di *best practice* nel campo della valutazione degli intermediari bancari e finanziari in crisi, che OIV debba colmare o integrare.

2. LA RETE CONCETTUALE DI RIFERIMENTO

2.1. La valutazione delle aziende in crisi

1. La crisi dell'azienda può evolvere in quattro principali direzioni: riorganizzazione, liquidazione, acquisizione o ristrutturazione finanziaria. Benché le scelte si dovrebbero fondare sui valori relativi delle diverse soluzioni. a causa di asimmetria informativa e di

conflitti di interesse fra i diversi portatori di interesse. la direzione percorribile non coincide necessariamente con quella in grado di massimizzare il valore dell'azienda nel suo complesso. Valutazioni di buona qualità possono ridurre significativamente l'asimmetria informativa e comporre più facilmente gli interessi contrastanti fra diverse categorie di soggetti e favorire soluzioni efficienti.

2. Valutazione di buona qualità sono valutazioni convincenti, adeguatamente supportate da evidenze e da elementi fattuali, svolte nell'interesse generale e non di una specifica parte. Nel caso di aziende in crisi, i creditori privilegiati o ipotecari tendono a svilire il valore dell'azienda in funzionamento e ad accrescere il valore di liquidazione delle attività in garanzia, la tendenza dei creditori junior o degli azionisti è esattamente opposta. Valutazioni di buona qualità debbono essere valutazioni autorevoli, nel senso che deve esserne riconosciuta la capacità di rappresentare i veri valori in gioco nella prospettiva di funzionamento, i veri prezzi di liquidazione e di mercato nella prospettiva della liquidazione.
3. Il processo di gestione della crisi può risultare inefficiente a causa di eccessi in diverse direzioni, quali: il sistematico ritardo nell'affrontare lo stato di crisi con la conseguenza di comprometterne l'esito o di limitare le soluzioni in concreto percorribili, la continuazione di aziende che avrebbero dovuto essere liquidate o la liquidazione di aziende che avrebbero dovuto continuare la loro attività. Il processo di gestione della crisi è tanto più efficiente quanto più evita questi eccessi.
4. La valutazione in contesto di crisi presuppone la diagnosi delle cause della crisi stessa, in quanto le cause si riflettono sui valori tanto dell'azienda quanto delle sue attività e dei diritti su tali attività. Le cause della crisi più frequenti sono: il declino del settore; la migrazione di valore a monte o a valle nella catena del valore o a favore di settori convergenti; eventi negativi inattesi (fatalità) al di fuori del controllo del management; errori gestionali; fasi recessive gravi; la sottocapitalizzazione dell'azienda, l'obsolescenza del modello di business, ecc.. In relazione al fatto che la crisi sia causata da fattori macroeconomici o settoriali o viceversa da fattori specifici si riflette in forma e intensità diversa sul valore. Ad esempio, il valore di liquidazione di un'attività da parte di un'azienda in crisi quando l'intero settore è caratterizzato da eccesso di capacità

produttiva è naturalmente molto diverso dal valore di liquidazione della stessa attività da parte di un'azienda eccessivamente indebitata in un settore florido, ed ancora il valore di liquidazione di un'attività in un contesto macroeconomico recessivo è diverso dal valore di liquidazione in una fase di espansione dell'economia.

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

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

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

che si crei una concorrenza distorta a seguito di interventi che finiscono per creare barriere all'uscita ad imprese decotte, altri ordinamenti favoriscono invece il debitore con l'obiettivo di preservare l'azienda e gli interessi sociali (degli *stakeholder*). Gli ordinamenti del primo tipo soffrono più facilmente di un eccesso di liquidazione di aziende che avrebbero dovuto continuare l'attività, mentre gli ordinamenti del secondo tipo soffrono più facilmente di un eccesso di mantenimento in vita di aziende che avrebbero dovuto interrompere l'attività.

7. I PIV richiedono che l'Esperto espliciti sempre:

- a) la finalità della valutazione;
- b) l'oggetto di valutazione;
- c) l'unità di valutazione;
- d) la configurazione di valore;
- e) la data della valutazione.

L'Esperto è chiamato ad esplicitare tutti i cinque profili descritti ed a comprenderne gli effetti sul valore stimato.

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

9. Diverso può essere l'oggetto di valutazione. La valutazione può riguardare singole attività, l'intero attivo aziendale, il patrimonio dell'azienda in crisi o una partecipazione nell'azienda in crisi piuttosto che singoli crediti o singoli strumenti partecipativi. Nel caso delle aziende in crisi, l'oggetto della valutazione può limitare la quantità e la

qualità dell'informazione disponibile, ancor più di quanto accade nel caso delle aziende in condizioni ordinarie.

10. Diversa può essere l'unità di valutazione. La valutazione può riguardare singoli titoli o crediti, partecipazioni azionarie o portafogli di crediti, l'azienda nel suo complesso, il 100% del patrimonio, ecc. L'unità di valutazione con coincide con l'oggetto della valutazione. Ad esempio, una partecipazione può essere valutata attribuendole un valore corrispondente al valore dell'intero patrimonio aziendale espresso pro quota, o viceversa valutando direttamente la partecipazione. L'oggetto di valutazione è sempre lo stesso (la partecipazione) ma diversa è l'unità di valutazione e quindi il valore: nel primo caso il valore non riflette né premi né sconti, nel secondo caso li riflette (direttamente o indirettamente). La differenza fra oggetto di valutazione e unità di valutazione vale per qualsiasi attività. Ad esempio, un macchinario può essere valutato separatamente o viceversa con un gruppo di altre attività in grado di garantirne il massimo e migliore uso. Ed ancora, un credito può essere valutato separatamente o in blocco con altri crediti, in grado di garantire all'acquirente il potere di condizionare il percorso di ristrutturazione.
11. Diverse possono essere anche le configurazioni di valore ricercate. Una valutazione può assumere a riferimento il valore di mercato o il valore di liquidazione (ordinata o forzata) o il valore intrinseco o il valore di investimento o il valore negoziale equitativo. In relazione alla finalità della valutazione, al grado di gravità della crisi, ecc. Le configurazioni di valore possono riguardare una prospettiva di scambio (valore di mercato, valore di liquidazione, valore negoziale equitativo) o di uso (valore intrinseco, valore d'investimento).
12. Ai fini di questo *Discussion Paper*, sono utilizzate le seguenti definizioni:
 - a) valore dell'azienda riorganizzata (*reorganization value*) che corrisponde a: il valore che un partecipante al mercato attribuirebbe all'azienda sulla base del piano di ristrutturazione (operativa e/o finanziaria) asseverato o comunque verificato sulla base di una IBR (*independent Business Review*) da parte di un soggetto indipendente. Tale valore esprime un prezzo fattibile dell'azienda riorganizzata (in funzionamento). Il valore riflette i rischi che caratterizzano il piano, ma esclude il rischio di deragliamenti del piano che comporterebbe la liquidazione della azienda.

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

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

2.2. I richiami ai PIV

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

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

16. Riveste particolare importanza in questo contesto l'analisi fondamentale. L'Esperto è tenuto a dotarsi di una base informativa appropriata, capace di contestualizzare:

l'attività d'impresa nell'ambiente di riferimento, le cause dello stato di crisi e la gravità della crisi. Nel caso di gravi limitazioni alla base informativa, posti dal committente, l'Esperto dovrebbe declinare l'incarico. La formazione e l'apprezzamento della base informativa, salvo diversa previsione di legge o di mandato, non comprendono:

- la verifica o l'attestazione di veridicità dei dati;
- la verifica della correttezza dei valori iscritti in bilancio.

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

- a) la capacità di esprimere nei valori di cessione o di liquidazione il prezzo più probabile;
- b) la capacità di esprimere nei valori in funzionamento un valore medio atteso, rispetto alla rosa degli scenari possibili di continuità aziendale;
- c) la capacità di esprimere nel valore dell'azienda riorganizzata (*reorganization value*) il prezzo corrente più probabile sulla base del piano .

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

- i. le ipotesi (*assumption*) che l'esperto deve compiere ai fini della stima. L'Esperto deve sempre esplicitare le *assumption* alla base della valutazione e chiarire quali siano le assunzioni di natura ipotetica (*hypothetical assumption*), indicando eventualmente se differiscono da quelle formulate dall'advisor incaricato di redigere il piano o dalla società stessa;
- ii. gli eventuali sconti/premi applicati. L'Esperto deve essere consapevole che l'uso di premi e sconti deve essere cauto e motivato.

19. L'Esperto deve esplicitare quali rischi ha considerato nel tasso di sconto (o nei multipli) e quali rischi invece ha considerato nei flussi di risultato attesi. L'Esperto deve evitare di considerare il medesimo rischio due volte o viceversa di non considerarlo per nulla. Nel caso di aziende in crisi, il rischio di *double counting* dei rischi è molto maggiore, essendo in molti casi le valutazioni ispirate ad un principio di prudenza.
20. Particolare attenzione deve essere dedicata dall'Esperto:
- i. nella valutazione di aziende: alla stima del valore terminale, alle relazioni fra vincoli finanziari e capacità di investimento;
 - ii. nella valutazione delle singole attività: alla loro obsolescenza economica ed alle categorie di potenziali acquirenti;
 - iii. nella valutazione di strumenti finanziari: agli eventuali effetti diluitivi in caso di ricapitalizzazione o di nuova finanza.
21. I PIV richiamano due diversi attributi di valore: il valore in atto ed il valore potenziale. Il valore in atto riflette il valore dell'azienda come essa è (*as is*) mentre il valore potenziale riflette il valore dei benefici rivenienti da azioni ancora da intraprendere (*to be*). Per le aziende che necessitano solo di una ristrutturazione finanziaria e non di una riorganizzazione operativa il valore in funzionamento può esprimere un valore in atto. Se l'azienda, invece, richiede una riorganizzazione operativa è presumibile che non possa mantenersi come è (*as is*), e dunque il valore dell'azienda in funzionamento esprime, di norma, un valore potenziale. Il valore potenziale include una stima ragionevole di potenzialità per le quali spesso non vi sono risconti oggettivi, ma che un operatore razionale considererebbe comunque alla data della valutazione, anche se solo possibili. Nei casi in cui la crisi si avvale delle procedure di legge e la società dispone di un piano (di ristrutturazione) attestato, le potenzialità connesse alla ristrutturazione sono da considerare più probabili che no. Ciò significa che il piano attestato identifica uno scenario più probabile (*most likely*) ma non lo scenario medio atteso (il quale dovrebbe riflettere anche scenari stressati).
- A solo titolo di esempio se il piano attestato avesse una probabilità di manifestazione dell'80% e gli scenari stressati mostrassero una probabilità di manifestazione del 20% i flussi medi attesi da scontare al costo del capitale (CAPM) sarebbero pari a: 80% x Flussi di piano + 20% Flussi scenari stressati. Alternativamente si possono considerare i soli

flussi del piano attestato ma scontandoli ad un tasso CAPM maggiorato per il rischio di *execution* del piano.

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

3.1 Le diverse prospettive di esame

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

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

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

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

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

24. A seconda del grado di avanzamento lungo il piano inclinato, che segna il crescente indebolimento dell'impresa e l'avvicinarsi della possibile caduta in stato di insolvenza,

la gestione di una crisi aziendale può collocarsi in contesti diversi, brevemente descritti di seguito.

25. Nella parte alta del piano inclinato si collocano i processi di trasformazione pienamente controllati. In questi casi la posizione di mercato dell'impresa è ancora solida, anche se i flussi reddituali e finanziari declinano; il decadimento è ancora limitato e vi è la presenza di fattori protettivi che permettono al management di porsi obiettivi a medio termine, come pure di intraprendere programmi di rilancio anche complessi ed estesi nel tempo. Possono avere un ruolo importante anche gli accordi con altri interlocutori (come le banche, o i partner strategici), ma ciò avviene con piena autonomia e in assenza di condizioni critiche, poiché l'ipotesi dell'insolvenza è ancora remota.
26. Lo scenario seguente è rappresentato dai processi di turnaround. In questi casi il decadimento è più accentuato e cominciano a manifestarsi condizioni critiche, tensioni finanziarie, problemi nei rapporti con i diversi interlocutori (fornitori, clienti, banche, sindacati). L'impresa è ancora in grado di porsi obiettivi di stabile ricupero, ma questo deve intervenire in tempi relativamente contenuti: la prassi indica un arco temporale di 2-3 anni. Gli interventi, da programmare con cura, devono porsi obiettivi sia di breve che di medio termine: i risultati conseguiti nel breve periodo condizionano infatti la possibilità di portarsi verso il medio periodo. Gli interventi devono inoltre svolgersi controllando non solo i flussi reddituali ma anche quelli monetari, poiché lo spettro dell'insolvenza può concretamente affacciarsi.
27. Il processo è tuttavia ancora controllato dal management, anche se questo deve confrontarsi con i diversi portatori di interessi (*stakeholder*) e raggiungere con loro delle intese.
28. Scendendo ancora lungo il piano inclinato si incontrano gli accordi di ristrutturazione con i creditori (*workout*). In questi casi l'impresa si trova in condizioni di notevole debolezza finanziaria e il rischio di insolvenza può essere superato solo attraverso un'intesa con i creditori. Questi ultimi hanno interesse ad evitare percorsi di ricupero più penalizzanti e ad accettare perciò di sostenere l'impresa. L'obiettivo perseguito, tuttavia, è il miglior soddisfacimento dei creditori, con effetti variabili sulla posizione

finale del debitore. Il processo, ancorché formalmente attivato dal management, nella sostanza è spesso controllato dai creditori.

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

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

3.3 L'entità delle sfide da fronteggiare.

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

- a) da crisi che colpiscono l'intero sistema economico, anche con effetti intersettoriali (crisi sistemiche), e talora l'economia globale;
- b) da crisi economiche settoriali, che colpiscono direttamente solo le imprese appartenenti a particolari comparti dell'economia;
- c) da cause aziendali specifiche, che talora si sovrappongono alle altre, complicandole, ma che possono manifestarsi anche in presenza di una congiuntura non negativa.

3.3.1. Le crisi di origine esterna

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

33. A volte la contrazione della domanda ed altre manifestazioni patologiche colpiscono solo (oppure in modo particolare) determinati settori produttivi. Alcuni settori, tra l'altro, già per loro natura sono caratterizzati da sensibili alternanze congiunturali, ben note e seguite dagli specialisti: sono i settori detti, appunto, ciclici. Ne sono esempio i

settori chimico, siderurgico, cementiero, delle costruzioni, automobilistico, delle forniture per l'industria.

34. Le crisi di tipo congiunturale – siano di portata globale oppure locale o settoriale – comportano una temporanea caduta della domanda che colpisce tutte le imprese, o tutti gli operatori del settore di appartenenza, e che si protrarrà sino al momento della ripresa. La risposta immediata dovrebbe essere la tempestiva percezione dell'inizio del ciclo avverso e la pronta riduzione del volume di attività per renderlo coerente con il nuovo livello della domanda, tenendo sotto stretto controllo il capitale circolante. Se quest'ultimo è convenientemente ridotto, l'inizio del deterioramento dei risultati economici dovrebbe essere accompagnato dalla generazione di liquidità prodotta appunto dallo smobilizzo del circolante. Con la ripresa migliorano i conti economici, ma si manifesta il fabbisogno finanziario per la ricostruzione delle scorte e delle altre componenti del capitale circolante.
35. La durezza della crisi, per la singola impresa, dipende dalle sue caratteristiche di elasticità e di flessibilità. Sono colpite maggiormente le imprese con strutture produttive rigide, caratterizzate da elevati costi fissi che non è possibile sfruttare pienamente, rispetto a quelle che possono avvalersi della comprimibilità dei costi variabili. Reagiscono meglio alla congiuntura le imprese che possono dirigere almeno parte della loro attività verso produzioni o mercati diversi, sfruttando le opportunità ancora disponibili.
36. Altre volte le crisi settoriali sono di tipo più strutturale. Di solito sono determinate: (a) dall'avanzamento del settore verso le fasi di maturità e declino del ciclo di vita; (b) da cambiamenti strutturali nelle tecnologie o nei canali di distribuzione, che favoriscono l'ingresso sul mercato di altri operatori; (c) dall'evoluzione del commercio internazionale, con la crescente presenza di concorrenti muniti di forti e a volte non replicabili vantaggi nel costo dei fattori.
37. La capacità di reazione della singola impresa varia a seconda delle forze di cui ancora dispone e dall'uso che sa farne. Alle misure di contrasto tipiche si aggiunge peraltro anche l'esigenza di adottare strategie che aiutino l'intero settore e trovare un nuovo equilibrio, da un lato favorendo l'uscita dal mercato delle imprese più deboli e dall'altro

promuovendo la realizzazione di nuovi assetti produttivi, con operazioni di razionalizzazione o di concentrazione.

3.3.2 Le crisi di origine interna

38. Alle spinte esterne possono sommarsi i fattori interni di crisi, la cui emersione può peraltro avvenire anche in fasi congiunturali favorevoli. Le possibili cause aziendali delle crisi sono molteplici. Fra le più frequenti vi è l'incapacità di gestire il cambiamento conservando, attraverso l'innovazione, il vantaggio competitivo. Altre volte la crisi è provocata da scelte industriali errate: ad esempio da un'acquisizione sbagliata o da un progetto molto impegnativo ed eccessivamente rischioso. Talora incidono l'incapacità di mantenere competitivi i costi o le carenze sul fronte del marketing. Oppure può pesare negativamente l'inadeguatezza dell'assetto organizzativo, o della guida aziendale, o del sistema di programmazione e controllo della gestione.

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

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

- a) le crisi di tipo localizzato;
- b) le crisi di efficienza;
- c) le crisi di tipo esteso;
- d) le crisi di origine finanziaria.

41. Nelle crisi di tipo localizzato sono presenti fattori di degrado ben definiti, isolabili e rimuovibili con interventi specifici. L'origine del deterioramento può essere dovuta a un'acquisizione sbagliata, a un'unità produttiva ormai obsoleta, ai pesanti effetti negativi di un contratto a lungo termine male impostato, o anche soltanto alle carenze di un management inadeguato. L'aspetto qualificante, comunque, è che eliminando questi specifici fattori di crisi, la vitalità complessiva del sistema aziendale è conservata. La rimozione può peraltro essere complessa e richiedere del tempo, lasciando l'impresa

indebolita. Possono dunque rendersi necessarie anche delle misure di carattere patrimoniale/finanziario per far fronte alle suddette conseguenze.

42. Le crisi di efficienza coinvolgono l'intero sistema aziendale, o sue ampie porzioni, ma non comportano una sostanziale definizione dei rapporti impresa-mercato; è necessario invece aggiornare i processi aziendali. In particolare, devono essere riformati: (1) i processi di marketing e di vendita; (2) i processi relativi alla logistica e alla produzione; (3) i processi di informazione, gestione e controllo.
43. Per tutte le categorie di processi le variabili con le quali confrontarsi sono tre:
- a) il miglioramento dei costi, da realizzare ad esempio attraverso l'aggiornamento e la semplificazione dei processi, l'incremento dell'efficienza, l'esternalizzazione delle attività che non creano valore;
 - b) il miglioramento delle qualità, intesa come conformità allo standard desiderato; l'obiettivo può essere raggiunto ad esempio rivedendo gli input immessi nel processo (come gli acquisti), rafforzando i controlli al momento dell'immissione, individuando ed eliminando ogni causa di difformità nell'esecuzione;
 - c) il miglioramento dei tempi di risposta, ad esempio riducendo le fasi dei processi e la consistenza di quanto è in corso di trattamento (come le rimanenze in fase di lavorazione, gli ordini in attesa di evasione o gli input informativi non ancora recepiti).
44. Nelle crisi di tipo esteso la perdita di vitalità dell'intero sistema aziendale è pronunciata. Le carenze possono riguardare le caratteristiche dei prodotti, la distribuzione e l'attività di marketing, la tecnologia e gli impianti, la gestione della produzione o altri aspetti. Per superare il degrado si rendono necessarie nuove scelte strategiche e consistenti processi di ristrutturazione, che possono comportare anche notevoli investimenti e tempi di esecuzione non brevi. La debolezza dell'impresa, tuttavia, può non rendere possibile questi interventi e consentire solo il risanamento di uno o di pochi rami di attività.
45. Tutte le crisi, da un certo punto in poi, provocano degli effetti di tipo finanziario, che alla fine portano all'insolvenza. La distruzione di risorse finanziarie è peraltro dovuta a fattori economici. Nelle crisi finanziarie "pure", invece, le carenze non sono da

individuare tanto negli investimenti in atto, quanto nel modo in cui questi sono stati finanziati. La causa di fondo, in altre parole, è lo squilibrio fra la struttura degli impieghi di capitale compiuti (con i flussi finanziari che li caratterizzano) e la struttura delle fonti utilizzate (con i flussi necessari al loro utilizzo equilibrato).

46. Gli errori sono tipicamente rappresentati da un eccesso di indebitamento e da una sua inadeguata strutturazione per scadenze. Altre volte la causa è da vedere nell'eccessiva espansione degli investimenti rispetto alla capacità di sostenerli finanziariamente. È il fenomeno che si manifesta anche nel caso delle cosiddette crisi di crescita delle imprese di minori dimensioni che hanno successo ma che si impegnano in un'espansione dell'attività che non possono sostenere con il solo autofinanziamento.
47. Le crisi del tipo in esame si risolvono tipicamente con ristrutturazioni finanziarie accompagnate da realizzi o con l'immissione di nuove forze imprenditoriali; le crisi di crescita si risolvono invece moderando il ritmo di sviluppo o rafforzando in qualunque modo la patrimonializzazione dell'impresa.

3.4 La consistenza del progetto industriale

48. In generale un processo di ristrutturazione e di rilancio comporta i seguenti obiettivi:
- a) mettere sotto controllo l'impresa e gestire le emergenze;
 - b) ricostruire i rapporti con i portatori di interessi (stakeholder);
 - c) consolidare l'impresa e porre le basi per il suo rilancio;
 - d) risolvere i problemi finanziari.
49. I percorsi sono tipicamente disciplinati da un piano industriale e da un piano finanziario, che la prassi vede spesso trattati come entità distinte, perché affrontano temi diversi, che richiedono competenze differenti. È evidente, tuttavia, che costituiscono due metà di una stessa sfera, che devono comporsi in unità: il piano finanziario deve sostenere il piano industriale e deve accogliere i flussi da questo prodotti per la sistemazione dei rapporti con i creditori. E alla fine della ristrutturazione il piano finanziario deve lasciare l'impresa con l'assetto necessario alla continuazione della sua attività nel tempo.

50. È sempre interessante, tuttavia, osservare il peso relativo dei due piani ai fini della soluzione dei problemi finanziari. A volte il peso dei flussi derivanti dalle iniziative industriali è determinante ai fini della sistemazione dei rapporti con i creditori. Altre volte l'entità del rischio industriale è inferiore, poiché sono le iniziative nell'area patrimoniale-finanziaria a fornire il contributo prevalente, e dunque a generare le maggiori incertezze.
51. Ai fini dell'elaborazione – e della successiva valutazione – del piano industriale sono importanti i seguenti fattori:
- a) le misure (già attuate o in corso di attuazione) per stabilizzare la crisi;
 - b) le premesse poste alla base del piano;
 - c) la struttura del progetto di trasformazione;
 - d) i mezzi disponibili per la gestione attuativa.

3.4.1. Le misure per la stabilizzazione della crisi

52. La gestione di una crisi comincia di regola con l'adozione di alcune misure organizzative urgenti, di iniziative immediate nei confronti dei diversi portatori di interessi e soprattutto con gli interventi di stabilizzazione per la messa in sicurezza dell'impresa.
53. Le misure del primo tipo riguardano in particolare l'eventuale sostituzione di esponenti aziendali e l'affiancamento da parte di specialisti nelle diverse aree di competenza (esperti contabili, consulenti legali, esperti finanziari, consulenti di management). Particolare attenzione è dedicata agli specialisti in ristrutturazioni aziendali, ai quali talora sono affidate anche responsabilità di gestione diretta; in particolare con l'attribuzione del ruolo formale di *Turnaround Manager*, o anche di *Chief Restructuring Officer* (CRO).
54. Stabilizzare l'impresa significa impedire il suo ulteriore scivolamento lungo il piano inclinato della crisi, riportandola sotto controllo. Quando la gestione torna sotto controllo si ricompongono i processi aziendali, la cui regolarità era compromessa da problemi connessi agli approvvigionamenti, alla programmazione dell'attività produttiva, alle consegne, alla qualità, al controllo dei costi, alla raccolta di ordini.

L'impresa che torna sotto controllo riprende la capacità di programmare e di assumere impegni credibili nei confronti dei terzi. Finché questo non avviene l'elaborazione del piano industriale resta precaria.

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

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

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

3.4.2 Le premesse alla base del piano

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

- a) un attento esame delle cause della crisi, con la puntuale individuazione delle parti del sistema aziendale direttamente colpite;
- b) un'accurata analisi dei punti di forza e di debolezza dell'impresa, associata ad una valutazione delle opportunità e delle minacce che si presentano nel contesto di riferimento;

- c) una formulazione meditata di tutte le ipotesi di lavoro accolte, da ritenere sostenibili in quanto coerenti: (i) con lo scenario economico complessivo; (ii) con le specifiche dinamiche del settore; (iii) con la condotta delle imprese ritenute confrontabili; (iv) con le particolari condizioni nelle quali versa l'impresa;
- d) un apprezzamento razionale delle risorse di cui l'impresa dispone – per sostenere il proprio sforzo – sul piano finanziario, tecnico e organizzativo, come pure degli appoggi che potrà ragionevolmente ottenere.

3.4.3 La struttura del processo di trasformazione

58. La complessità – e l'onerosità – della trasformazione dipende naturalmente dalle caratteristiche della crisi che si è radicata e dalle cause che l'hanno prodotta, già analizzate in precedenza. È ben diverso – ad esempio – il piano che deve proporsi di neutralizzare uno specifico punto di crisi, o di introdurre un efficientamento in alcuni processi, da quello che deve risolvere problemi strutturali di fondo.

59. A volte il progetto industriale è relativamente modesto, come accade ad esempio nel caso di molte crisi immobiliari, dove il problema è essenzialmente quello di consentire una efficiente ripresa dei cantieri al fine del completamento degli immobili da avviare poi alla vendita.

60. Nei casi più complessi il piano industriale tipicamente comprende:

- a) la formulazione di una nuova strategia mirata;
- b) la stesura di un piano di azione, comprensivo degli interventi da compiere nelle diverse aree aziendali, dei compiti da svolgere e dei risultati da conseguire;
- c) il disegno dei cambiamenti organizzativi da introdurre, in coerenza con la strategia e con i nuovi indirizzi operativi.

61. Ai fini della riformulazione della strategia aziendale in linea di principio tutti i modelli di analisi strategica sono validi. Tuttavia, in un contesto di crisi le scelte sono molto vincolate, in primo luogo per la scarsità di risorse. È poi da evitare l'assunzione di nuovi rischi, sicché le scelte devono privilegiare le iniziative che comportano un'alea limitata

(e limitati impieghi di capitale). Inoltre, come abbiamo già visto, si rende necessario un bilanciamento particolare fra risultati a breve ed a medio-lungo termine, così come fra flussi di reddito e flussi di cassa. Nel tempo i vincoli possono allentarsi, pur continuando a sussistere.

62. Spesso la strategia segue un percorso di focalizzazione, cioè di concentrazione selettiva degli sforzi verso le aree nelle quali l'impresa gode di un maggior vantaggio competitivo, perché le iniziative così caratterizzate offrono risultati relativamente più sicuri, in tempi ravvicinati e con investimenti più contenuti.
63. A livello di *corporate strategy* come sempre la scelta è orientata dal confronto fra appetibilità del business e capacità di competere in tale area. Spesso si ridefinisce il *core business* e si avviano alla dismissione le rimanenti attività. Oppure si formulano scelte di diverticalizzazione o di focalizzazione di tipo geografico.
64. A livello di *business strategy* la selezione riguarda in primo luogo i segmenti prodotto-mercato da coltivare, talora con una riduzione selettiva delle linee di prodotti o delle categorie di clienti serviti. Nel medio termine può intervenire una nuova selezione in base a volumi, tassi di crescita, margini, rapidità di risposte, stagionalità, lunghezza del ciclo produttivo e fabbisogno di circolante. Quanto alle modalità per esercitare l'azione competitiva, molto dipende dal tipo di vantaggio da attivare, di costo o di differenziazione. Ne consegue poi la definizione del modo di gestire le diverse fasi della catena del valore.
65. Il miglioramento dei processi critici è un importante anello di congiunzione fra la strategia e l'impegno operativo. Il piano di azione deve poi essere articolato per singola area di responsabilità, precisando per il relativo titolare obiettivi, strumenti, tempi e risultati. In mancanza di una concreta articolazione operativa, il piano industriale rischia di esprimere delle mere aspettative, senza imprimere una guida per tutti coloro che devono adoperarsi per realizzare i risultati voluti.
66. Il piano industriale si completa con il nuovo disegno della struttura organizzativa, per condurre a termine la trasformazione (dopo le misure già adottate in via immediata) in coerenza con la strategia prescelta e con la nuova impostazione delle attività. In

particolare, va valutato il contributo che può derivare dal decentramento e dalla responsabilizzazione, alla ricerca dell'efficienza, come pure dello snellimento dei processi e all'incremento sia dell'elasticità che della flessibilità dell'impresa di fronte ai cambiamenti esterni. Le politiche in materia di gestione delle risorse umane devono essere di conseguenza adeguate.

3.4.4 I mezzi disponibili per la gestione attuativa

67. Varare un piano lucido e coerente in ogni sua parte costitutiva è un po' come approvare una buona legge: i risultati pratici dipenderanno dalla qualità della successiva attuazione. Si tratta evidentemente di una fase critica, nella quale l'enfasi è posta sulla capacità di realizzazione, anziché sulla capacità di elaborazione progettuale. Le difficoltà dipenderanno dalla misura delle discontinuità da introdurre, dalle risorse disponibili, dall'atteggiamento delle componenti aziendali verso il cambiamento, dalla leadership esercitata. Soprattutto sarà necessario coniugare la saldezza degli obiettivi e l'incisività dell'azione con la duttilità necessaria per fronteggiare tutte le cause di variabilità che possono presentarsi. Qualsiasi impresa rivede anche più volte nel corso dell'esercizio il suo budget, per identificare gli scostamenti dalle previsioni e per approntare le necessarie misure correttive. E anche i piani pluriennali sono regolarmente aggiornati. Nel caso di un'impresa in crisi, tuttavia, le cause di variabilità sono più numerose e i loro effetti possono essere molto più marcati. Le turbative possono essere dovute a sviluppi inattesi, ad ipotesi di lavoro non più attuali, a misure errate o inefficienti, a realizzazioni non corrette, a risultati comunque inferiori alle aspettative.

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

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

3.5 Le caratteristiche del progetto finanziario

70. Il piano finanziario disciplina tutti i flussi associati al percorso di ristrutturazione, con l'obiettivo di: (1) mostrare la sostenibilità del piano industriale; (2) sistemare i rapporti con i creditori; (3) lasciare l'impresa debitrice (se conservata) con una struttura finanziaria in grado di sorreggere la sua attività futura. Si tratta del documento che richiama la maggior attenzione dei creditori, perché ne definisce la sorte. Di seguito sono illustrati i tipici momenti del suo sviluppo.

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

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

73. A questi ultimi è in primo luogo chiesto di formalizzare una moratoria ("*pactum de non petendo*"), talora concessa informalmente sin dal principio. L'intervento di una procedura concorsuale rende naturalmente superfluo questo passaggio. Le proposte

riguardano poi il consolidamento dei debiti, il riscadenziamento dei prestiti e la riduzione dei tassi (con eventuali clausole “di ristoro” in caso di ricupero della redditività). L’accesso ad una procedura regola secondo la legge la questione degli interessi.

74. Più pesanti sono le richieste di rinuncia a parte dei crediti e degli interessi maturati, o di conversione dei crediti in capitale, o in altri strumenti finanziari. Le riduzioni dei crediti , differenziati per classi omogenee nel rispetto delle regole, nell’ambito di procedure di matrice concordataria/negoziale sono al centro delle proposte ai creditori.

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

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

3.6 Il quadro giuridico che regola i rapporti

77. Ai contesti economici nei quali si collocano le crisi d’impresa, già descritti, si sovrappongono i contesti giuridici che regolano i rapporti fra le parti interessate. Dalla sovrapposizione possono derivare effetti agevolanti o limitazioni per le scelte

operative, e talora anche la presenza di opzioni. Gli scenari possibili, alla luce del nuovo Codice della Crisi e dell'Insolvenza (CCII) sono brevemente ricordati di seguito.

78. Nel caso delle trasformazioni pienamente controllate è da ritenere che i processi possano svolgersi interamente nella sfera dell'autonomia privata. Lo stesso potrà verosimilmente accadere qualora il piano di risanamento richieda solo un appoggio da parte del sistema bancario (con l'eventuale aggiunta di un ridotto numero di altri importanti creditori).
79. Nei casi di *turnaround* che coinvolgono l'intero ceto creditorio, il primo passo sarà verosimilmente rappresentato dall'accesso ad una composizione negoziata (art. 12-25 quinquies CCII), per effetto delle misure protettive che questa offre e per la spinta negoziale data dall'esperto nominato allo scopo. Naturalmente se la gravità della crisi e la struttura dell'indebitamento lo consentono.
80. L'impresa debitrice può adoperarsi per raggiungere con i creditori un accordo in esecuzione di un piano attestato di risanamento (art. 56 CCII). In concreto, il legislatore ha disciplinato – e incentivato – i percorsi per la ricerca di un'intesa stragiudiziale con i creditori che in precedenza erano lasciati alla prassi, in regime di autonomia privata.
81. Passando alle opzioni più complesse, l'impresa debitrice può accedere alla procedura fondata su di un accordo di ristrutturazione dei debiti, per la quale è prevista una versione agevolata ed una versione ad efficacia estesa, rilevanti ai fini del processo di approvazione (art. 57-64 CCII).
82. Una seconda procedura possibile è data dal concordato preventivo (art. 84-120 CCII), nelle versioni con continuità aziendale, diretta o indiretta, oppure con liquidazione del patrimonio.
83. È prevista anche la possibilità di proporre un concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio del debitore (art. 25-seties CCII).
84. Infine, vi è lo scenario rappresentato dalla liquidazione giudiziale (art. 221-283 CCII), interamente finalizzata alla liquidazione dei beni del soggetto debitore. La dichiarazione di stato di insolvenza può peraltro condurre alla procedura conservativa indiretta di

amministrazione straordinaria, riformata e ora gestita dalla Fintecna SpA (entità derivata dall'ormai estinto Gruppo IRI).

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

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

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

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

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

89. Tuttavia, sono da rilevare anche gli effetti che si producono nella sfera del piano industriale. È necessario in particolare tenere conto dei vantaggi e degli svantaggi per la gestione dell'impresa in crisi prodotti dai diversi contesti giuridici.
90. Certamente sono importanti per la conservazione della continuità aziendale aspetti come il divieto di azioni esecutive, la conservazione dei contratti in essere e la prededuzione a favore dei nuovi creditori, anche finanziari. Gioca tuttavia in senso contrario la pubblicità negativa, che logora inesorabilmente le posizioni di mercato. Il grado di vulnerabilità dell'impresa è spesso elevato, quando non gode di un vantaggio competitivo robusto. La partecipazione a progetti complessi e la sottoscrizione di contratti estesi diviene assai difficile.
91. Anche le relazioni contrattuali con i fornitori e con i prestatori d'opera si complicano. La prededuzione comporta pur sempre un rischio, che spesso si fronteggia evitando le normali dilazioni di pagamento. La fedeltà nei rapporti di collaborazione può venire meno e il personale migliore può ricercare altre sistemazioni.
92. Occorre essere consapevoli che l'intera gestione di un'impresa in crisi si svolge in un contesto innaturale; dove, al di là delle complicità, i processi decisionali non possono più svolgersi con la prontezza e con l'elasticità richiesta dalle condizioni aziendali, a causa delle procedure formali di autorizzazione e controllo, legate ad un piano sostanzialmente rigido, il cui aggiornamento è laborioso.
93. Nonostante le protezioni offerte, il contesto che accompagna le procedure generalmente causa una distruzione di valore.

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

94. Le valutazioni più frequenti richieste all'Esperto in seno alle procedure attengono alla stima dell'attivo aziendale o di singole attività o di gruppi di attività, più raramente si tratta di valutare le azioni o gli strumenti di debito. Le valutazioni in sede di procedura sono in primis interessate al confronto fra il valore dell'impresa riorganizzata ed il valore dell'impresa in liquidazione, a prescindere dalle probabilità assegnabili ai due scenari. Ciò sulla base del presupposto che se il valore dell'impresa riorganizzata è

superiore al valore dell'impresa in liquidazione, qualunque sia la probabilità di successo della riorganizzazione, quest'ultima soluzione sia sempre preferibile. Naturalmente questo è un confronto astratto richiesto dalle procedure, in quanto raramente accade che, se il piano di ristrutturazione dopo essere avviato deraglia, l'azienda sarà in grado di recuperare in liquidazione lo stesso valore precedentemente stimato.

Questa circostanza crea una sorta di divaricazione fra i valori che si formano sul mercato per i crediti e le azioni dell'azienda in crisi ed i valori dell'attivo aziendale stimati in procedura. Il creditore che approva il piano di ristrutturazione può cedere il proprio credito sul mercato ad un valore significativamente inferiore a quello che il valore dell'attivo dell'azienda ristrutturata giustificerebbe. Semplicemente perché: a) il valore di mercato di quel credito considera anche il rischio che il piano di ristrutturazione deragli ed b) il piano di ristrutturazione prevede comunque il soddisfacimento dei creditori a date future anche molto protratte.

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

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

- a) il valore dell'azienda sulla base del piano di ristrutturazione (c.d. *reorganization value*) alla data corrente. Si tratta di stimare il valore dell'azienda sulla base del piano di ristrutturazione, considerando i rischi propri del piano. Si tratta di un valore in funzionamento, sotto l'assunzione ipotetica, che il piano possa realizzarsi (non considera lo scenario di deragliamento del piano); pertanto il valore riflette il solo scenario di funzionamento. A maggior chiarimento il valore dell'azienda stimato sulla base del piano di ristrutturazione esclude lo scenario di liquidazione;
- b) il valore di liquidazione forzata ed atomistica delle singole attività (da cui ricavare il degrado dei creditori privilegiati) alla data corrente. Si tratta di considerare il valore di cessione delle attività singolarmente considerate, tenuto conto della loro specificità e

della domanda da parte dei potenziali investitori e di un processo di vendita competitivo (asta);

c) il valore di liquidazione forzata dell'azienda in continuità alla data corrente. Questo valore riflette il valore dell'azienda realizzabile in un processo di vendita competitivo (asta) e riflette oltre al rischio di ristrutturazione, anche il rischio di insuccesso della ristrutturazione stessa. In linea di principio il valore di liquidazione è ottenuto muovendo dal valore di mercato, ridotto dello sconto che la debolezza contrattuale del venditore, normalmente fa emergere nei processi di vendita forzata. Lo sconto è naturalmente funzione inversa dell'attrattività dell'azienda per i potenziali acquirenti. In linea di principio in assenza di un vero processo competitivo i partecipanti al mercato stentano a riconoscere nel prezzo qualunque sinergia (universale o speciale). Quando invece si verifica una competizione accesa il prezzo incorpora sinergie universali (molto più rari sono i casi in cui sono incorporate sinergie speciali);

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

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

e) il valore recuperabile delle attività o delle CGU ai fini di impairment test ai sensi dello IAS 36 e OIC 9 (maggiore fra il valore d'uso ed il fair value). Si tratta in questo caso di assumere la prospettiva rispettivamente dell'entità in ipotesi di funzionamento (per il valore d'uso) e dei partecipanti al mercato (per il fair value). Poiché l'impairment test è sempre svolto nell'ambito di un bilancio in continuità.

Nel caso della composizione negoziata della crisi, la valutazione più spesso riguarda i singoli strumenti di finanziamento (crediti, azioni, obbligazioni convertibili, ecc.) per diverse finalità (aumenti di capitale, cessione, trasformazione, concambio, ecc.), ma può riguardare anche rami di azienda da cedere o da affittare a terzi.

96. In alcuni casi l'Esperto può essere chiamato a valutare l'equity dell'azienda in crisi, per diverse finalità. E' opportuno richiamare l'attenzione sul fatto che i criteri di valutazione per via indiretta richiedono specifiche assunzioni relativamente al valore del debito assunto ai fini della stima dell'equity che occorre esplicitare, fornendone il razionale.

97. Ai fini della stima delle aziende in procedura concorsuale l'esperto fa normalmente uso del piano attestato. Normalmente il piano è stressato per verificare la sua tenuta al verificarsi di condizioni avverse. Qualunque sia la fonte delle previsioni l'esperto è chiamato ad un autonomo esercizio dello scetticismo professionale. Al riguardo si richiamano le indicazioni operative già riportate nel Discussion Paper 01.2022 del 14 giugno 2012 di OIV i "Impairment test dell'avviamento in contesti di crisi finanziaria e reale – Linee Guida¹ che sono debbono essere applicate anche nel contesto delle aziende in crisi. In particolare, l'esperto è chiamato a:

- a) Capire le modalità e il processo di preparazione dei piani, nonché le relazioni tra i dati previsionali utilizzati per il controllo di valore e quelli utilizzati dalle varie funzioni aziendali per fini gestionali (etc. piani operativi e commerciali, programmi di investimento, incentivi alla direzione aziendale, operazioni di finanziamento);
- b) Analizzare i dati di piano sulla base delle informazioni interne ed esterne più recenti disponibili;
- c) Tenere conto delle metriche storiche e degli elementi derivabili dall'analisi degli scostamenti fra budget e consuntivi, specie nell'ottica di identificare i cambiamenti di scenario che hanno natura strutturale, i.e. ragionevolmente non reversibili nel medio periodo;
- d) Focalizzare l'analisi sulle ipotesi inerenti parametri e indicatori che hanno maggior impatto sui risultati quantitativi delle stime, incluse quelle inerenti i flussi della fase di stato stabile per il calcolo del valore terminale. Lo strumento più diretto per l'identificazione di questi parametri-chiave è l'analisi di sensitività;
- e) Attenuare il rischio connesso a previsioni avvalendosi di elementi probativi ulteriori, documentabili da fonti esterne e di mercato (es. rapporti di osservatori, database

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

professionali, dati di altre società del settore, note di analisti finanziari, informazioni e statistiche dei regolatori);

- f) Analizzare gli elementi probativi delle ipotesi di piano con approccio integrato (e non su base autonoma) con particolare attenzione ai possibili aspetti di inconsistenza tra i vari elementi;
- g) Motivare le ragioni della scelta di una ipotesi di scenario rispetto alle principali alternative osservabili, e la risoluzione di eventuali elementi probativi rilevanti che risultino contraddittori rispetto all'ipotesi scelta.

4.1. La strutturazione dell'analisi

4.1.1. La definizione del percorso valutativo

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

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

La *moneyness* dell'*equity* (= differenza fra *enterprise value* e valore nominale del debito finanziario) riguarda la relazione fra valore dell'attivo e valore nominale del debito. Si possono avere tre diverse situazioni:

- a) il valore dell'attivo è superiore al valore nominale del debito finanziario (condizione per cui l'*equity* è *in the money*). In questo caso la crisi è dovuta a condizioni di illiquidità ed eventualmente all'insufficiente capitalizzazione dell'azienda per poter essere competitiva;
- b) il valore dell'attivo è pari al valore nominale del debito finanziario (condizione per cui l'*equity* è *at the money*). In questo caso la crisi è dovuta al fatto che l'azienda sta lavorando senza patrimonio.

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

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

Anche in questo caso si possono verificare tre diverse situazioni:

- a) la redditività del capitale investito *core* riespresso a costi di rimpiazzo è superiore al costo del capitale. Se a seguito della crisi il valore dell'attivo si è ridotto significativamente, ma l'azienda è in grado di esprimere una redditività del capitale investito -riadeguato al minore valore di rimpiazzo rispetto al più elevato costo storico- superiore al costo del capitale, significa che l'azienda è entrata in crisi per via di scelte gestionali errate del passato, ma è in grado-rinnovando i cespiti a costi di rimpiazzo - di generare valore;
- b) la redditività del capitale investito *core* riespresso a costi di rimpiazzo è pari al costo del capitale. In questo caso l'azienda pur essendo entrata in crisi per scelte del passato è in grado di conservare il valore del capitale, rinnovando i cespiti a costi di rimpiazzo;
- c) la redditività del capitale investito *core* riespresso a costi di rimpiazzo è inferiore al costo del capitale. In questo caso l'azienda distrugge valore anche riesprimendo il capitale investito a costi di rimpiazzo e dunque la ristrutturazione richiede modifiche radicali sotto il profilo operativo.

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

A parità di gravità della crisi, l'agio di cui l'azienda dispone nel risolvere la crisi, è funzione inversa anche del valore di liquidazione delle attività al netto dei costi di procedura (c.d. costi diretti di dissesto) rispetto al valore di mercato dei crediti della società stessa. Se il valore di liquidazione è elevato ed al contempo il valore di mercato dei crediti è

inferiore al valore di liquidazione, vi è l'interesse da parte di investitori istituzionali ad acquistare i crediti ed a forzare la liquidazione della società, senza proseguire nel piano di ristrutturazione.

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

Al contrario, se un'azienda che versa in uno stato di crisi molto grave, si caratterizza per una elevata fungibilità delle sue attività, il cui valore è largamente indipendente da come l'azienda ne finanziò l'acquisto e dalla capacità dell'azienda di estrarne redditività, la pressione dei creditori è a favore della liquidazione delle attività stesse.

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

- a) la rischiosità del piano di ristrutturazione;
- b) le condizioni per la stima del valore terminale (oltre il piano di ristrutturazione);
- c) la probabilità di successo del piano di ristrutturazione;
- d) l'attrattività dell'azienda o di parte di essa o di singole attività da parte dei partecipanti al mercato;
- e) la modalità di liquidazione dell'azienda in grado di massimizzarne il valore (in continuità o in forma atomistica o per gruppi di attività).

100. La rischiosità del piano è funzione della gravità della crisi. Se la crisi è grave è necessario ristrutturare operativamente l'azienda, conseguentemente il piano esprime risultati che sono funzione: a) di azioni in larga misura mai sperimentate prima; b) della reazione di clienti, fornitori, dipendenti; c) della reazione della concorrenza che può praticare una concorrenza di prezzo più intensa con l'obiettivo di escludere dal mercato l'azienda in crisi; d) di un scenario macroeconomico o settoriale incerto (nella misura in cui la dinamica macroeconomica e settoriale

siano fra le cause della crisi). Dunque, i piani di ristrutturazione di aziende in crisi grave in genere si caratterizzano per una rischiosità maggiore rispetto ai piani di un'azienda già consolidata. Circostanza che invece non ricorre quando l'azienda – pur in crisi - esprime una redditività del capitale investito (espresso a costi di rimpiazzo) superiore o pari al costo del capitale.

101. L'analisi delle condizioni per la stima del valore terminale, riguarda la base informativa necessaria a sostenere gli *assumption* alla base della stima del valore terminale. Ad esempio, in un settore in crisi, dove il costo di rimpiazzo delle immobilizzazioni tecniche è significativamente inferiore al loro costo storico, nella stima del valore terminale i capex di mantenimenti dovrebbero essere commisurati al costo di rimpiazzo dei cespiti. O ancora, un'impresa in crisi mostra in genere un capitale circolante molto contenuto, per via della quantità di debiti di fornitura scaduti, nella stima del valore terminale occorre considerare la normalizzazione di incassi e pagamenti. Un'impresa in crisi può disporre di perdite pregresse fiscalmente deducibili non integralmente recuperate nel periodo di piano: in questo caso sarebbe necessario stimare il valore terminale sulla base di un'aliquota fiscale piena e aggiungere poi al valore terminale il valore attuale degli scudi di imposta per gli anni successivi al piano.

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

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

- a) della rarità delle capacità, delle risorse e delle competenze chiave dell'azienda;
- b) della specificità/fungibilità delle attività aziendali;

- c) delle complementarità di quelle risorse e competenze per eventuali acquirenti strategici;
- d) dello stato di salute del settore;
- e) delle condizioni macroeconomiche generali.

In linea generale vale il principio secondo cui in un settore in crisi (caratterizzato da eccesso di capacità produttiva) il prezzo di liquidazione anche di attività altamente fungibili (aree, navi, ecc.) è molto contenuto, per via del fatto che i partecipanti al mercato in grado di garantire il massimo e miglior uso a quelle attività soffrono in genere di una condizione di razionamento di risorse finanziarie. Pertanto, l'acquisto può interessare eventualmente operatori speculativi disposti ad acquistare le attività solo con uno sconto significativo.

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

4.1.2. La composizione negoziata della crisi

105. Mentre in sede di procedura, normalmente l'Esperto è chiamato a stimare il valore dell'attivo dell'azienda, nel caso della composizione negoziata della crisi, la valutazione più spesso riguarda i singoli strumenti di finanziamento (crediti, azioni, obbligazioni convertibili, ecc.) per diverse finalità (aumenti di capitale, cessione, trasformazione, concambio, ecc.). Nel caso di composizione negoziata della crisi, l'azienda avvia un processo di negoziazione finalizzato a minimizzare i costi indiretti di dissesto ed a favorire soluzioni meno traumatiche, in quanto diagnosticate e gestite in forma

precoce. Per questa ragione i valori oggetto di stima fanno generalmente riferimento ai valori di mercato degli strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, crediti, ecc.).

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

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

L'effetto diluitivo può assumere due forme diverse:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- a) nella determinazione della struttura finanziaria occorre considerare che un'impresa in ristrutturazione è esposta a maggiori rischi rispetto ad un'azienda in condizioni normali, ciò comporta una struttura finanziaria più pesata a favore del capitale di rischio. Nel caso in cui il piano di ristrutturazione si caratterizzi per rilevanti discontinuità la struttura finanziaria dovrebbe essere *full equity* e conseguentemente il tasso di sconto commisurato al costo dei mezzi propri *unlevered*. In linea di principio ai fini della stima del valore desumibile dal piano di ristrutturazione *non* si dovrebbe mai far uso di una struttura finanziaria di riferimento cui sarebbero associati oneri finanziari indeducibili (data la capacità di generazione di Ebit nel periodo di piano) ai sensi della norma sulla *thin capitalization*;
- b) il piano ristrutturazione non esprime di norma flussi medi attesi, ma i flussi riconducibili allo scenario più probabile, i quali esprimerebbero flussi medi attesi solo se gli spazi di *upside* e di *dowside* fossero perfettamente simmetrici ed equiponderati. Poiché di norma il piano attestato presenta maggiori rischi di *dowside* rispetto a rischi di *upside*, può essere opportuno, nel caso in cui si faccia uso dei flussi di piano, anziché di flussi medi attesi, applicare un premio per il rischio di *execution* del piano, ossia per il rischio che l'azienda non realizzi i flussi di piano, ma risultati inferiori (propri degli scenari stressati o delle sensitivity negative (vedi paragrafo 21));
- c) Il piano di ristrutturazione può prevedere un sacrificio di remunerazione di banche e di finanziatori a titolo di debito. Tuttavia, non si tratta di "costi di mercato" dai quali poter ricavare i tassi di sconto appropriati ai fini della valutazione. Il costo del debito dovrebbe essere ricavato sulla base di costi di mercato per società comparabili caratterizzate da strutture finanziarie coerenti con il calcolo del wacc (costo medio ponderato del capitale). Di seguito a solo titolo di esempio si riportano i tassi (*redemption yield*) per classi di rating di emittenti corporate in euro a diverse date (fonte BofA):

<i>Redemption yield</i>				
Rating	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%

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

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

Ad esempio, se l'azienda A presentasse un valore al termine del piano pari a 200 ed un valore di liquidazione pari a zero ed il rischio di successo del piano fosse il 50%, mostrerebbe un valore atteso pari a 100 ($= 200 \times 50\% + 0 \times 50\%$). L'azienda, B, che presentasse un valore pari a 1.000, con probabilità di successo del 10%, e valore di liquidazione sempre pari a zero, mostrerebbe lo stesso valore atteso pari a 100 ($= 1000 \times 10\% + 0 \times 90\%$), ma un rischio ben maggiore. È evidente che un investitore (avverso al rischio, ossia che non fosse in grado di diversificare integralmente il rischio) richiederebbe per B un tasso di sconto sicuramente maggiore rispetto ad A, in quanto

la deviazione standard dei possibili esiti è significativamente maggiore per B. In questo caso la deviazione standard sarebbe calcolabile come:

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

Da cui:

Deviazione standard di A = $200 \times [50\% \times 50\%]^0,5 = 200 \times 0,5 = 100$

Deviazione standard di B = $1000 \times (10\% \times 90\%)^0,5 = 1.000 \times 0,3 = 300$

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

112. La stima del tasso di sconto ai fini delle valutazioni a supporto della composizione della crisi può richiedere la stima del valore dell'*equity* della società. In questi casi la stima deve riflettere il rischio che grava sull'*equity* considerata la specifica struttura finanziaria di cui si doterebbe l'azienda. Nella stima del *cost of equity* occorrerebbe considerare le seguenti precauzioni:

- a) il debito dell'azienda in crisi è sempre *risky debt*, ciò significa che per deleverare e leverare il coefficiente beta non può essere utilizzata la formula di Hamada (la quale assume che il beta del debito sia nullo) (vedi paragrafo 109);
- b) la struttura finanziaria dell'azienda muta nel corso del tempo e conseguentemente muta anche il *cost of equity*. Ciò potrebbe condurre ad usare tassi differenziati anno per anno o a tassi differenziati fra il periodo di piano ed il valore terminale. La scelta è funzione della configurazione di valore ricercata e degli specifici fatti e circostanze;
- c) deve esistere un ragionevole *spread* fra il costo del debito (rischioso) praticato dai finanziatori ed il *cost of equity* stimato, con l'accortezza che nel caso di debito rischioso il tasso contrattuale (anche quando aggiornato) non esprime il rendimento richiesto dal creditore, ma il rendimento che il creditore realizza nello scenario di regolare rimborso del credito. Al riguardo è opportuno effettuare un breve esempio per comprendere la differenza fra rendimento atteso e costo contrattuale del debito.

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

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

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

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

4.2. Il ventaglio delle analisi

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

113. Lo stato di crisi è 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, come abbiamo visto in precedenza, 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*). Di seguito si riportano alcune considerazioni specifiche con riguardo al valore d'uso ed al fair value.

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

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

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

115. 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, ecc). 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.

116. 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. Il *fair value* non è quindi un valore di liquidazione, ma un valore di mercato (ancorché rappresentativo di un exit price) dell'attività o del business prescindendo da come è finanziato. In quanto valore di scambio il *fair value* non esprime un valore *entity specific*, ma il valore che potrebbe essere riconosciuto dai partecipanti al mercato.

Il *fair value*, adottando la prospettiva del partecipante al mercato, deve riflettere l'*highest and best use* (HBU) dell'attività. Occorre verificare se l'azienda in crisi è in grado di garantire l'HBU alle proprie attività. Se così non fosse la prospettiva valutativa dovrebbe prescindere dalla realtà della specifica entità in crisi, adottando la prospettiva del partecipante al mercato. Prospettiva che, nei settori in crisi, presumibilmente non è significativamente diversa da quella della specifica entità, ma che in tutti gli altri contesti (impresa in crisi in un settore stabile o in crescita) può risultare molto diversa.

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

Il *fair value* risente delle condizioni di illiquidità del mercato, in quanto è un valore di scambio. Infine, va rilevato come il *fair value* possa coincidere con il valore di mercato (al netto dei costi di cessione), ma non sempre. Essendo una configurazione di valore disciplinata dai principi contabili, l'applicazione del *fair value* può risultare differente da quella propria del valore di mercato, in quanto è diversa l'unità di contabilizzazione e conseguentemente di valutazione.

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

117. 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.

118. 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. Le rimanenze sono valutate al minore fra il costo ed il valore di realizzazione desumibile dall'andamento del mercato. I crediti sono valutati al presumibile realizzo.

119. 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”.*
120. 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.”* e nel commento aggiunge: *“Di solito il valore di smobilizzo emerge quando non è rispettata la conclusione naturale dell'investimento (ad esempio perché si alienano attrezzature che erano state acquisite per un utilizzo indefinito); quando si accelerano i tempi, risentendo delle condizioni di liquidità del mercato (come avviene nelle vendite effettuate in tempi rapidi, indipendentemente dal motivo); quando viene modificata la fisionomia dell'oggetto della valutazione per favorirne la cessione (come avviene quando si fraziona un immobile o un complesso industriale)”.*
121. Questo *Discussion Paper* qualifica il valore di smobilizzo definito dal PIV I.6.7. con tre particolari tipologie di valori di liquidazione (ordinata, accelerata o forzata). In particolare:
- a. **La liquidazione ordinata** assume che ciascuna attività sia ceduta separatamente con un ragionevole arco temporale di esposizione al mercato. Tale periodo è funzione di specifici fatti e circostanze e del tipo di attività che deve essere liquidata. La differenza fra valore di mercato e valore di smobilizzo in una liquidazione ordinata attiene al fatto che l'oggetto di valutazione nel caso di smobilizzo riguarda un'attività (o un ramo o un'azienda) di cui si è interrotto l'uso originario. Ciò è indice per i partecipanti al mercato della incapacità del venditore di garantire il massimo e migliore uso all'attività e nel caso di beni specializzati o viceversa non specializzati ma di cui esiste larga disponibilità di offerta sul mercato (come spesso accade nei casi in cui l'origine della crisi è di natura settoriale) può

comportare uno sconto anche significativo rispetto al valore di mercato. Dunque, il valore di smobilizzo differisce dal valore di mercato per il fatto che è noto al compratore che il venditore non è in grado di utilizzare adeguatamente l'attività.

- b. **La liquidazione accelerata (quick sale)** assume che ciascuna attività sia ceduta con un'esposizione al mercato inferiore a quella richiesta per una liquidazione ordinata. La vendita normalmente non avviene in forma d'asta pubblica, ma in forma di ricerca autonoma (o tramite intermediari) di controparti interessate. Talvolta è opportuno procedere alla cessione con urgenza di talune attività (più facilmente liquidabili), al fine di superare uno stato di illiquidità dell'impresa e consentire l'avvio di un piano di risanamento. In questi casi normalmente ci si riferisce ad un particolare caso di liquidazione che prende il nome di "liquidazione accelerata" (si tratta di una particolare forma di liquidazione che non è citata nei PIV). La differenza fra liquidazione accelerata e liquidazione forzata consiste nel fatto che nel caso della liquidazione accelerata la cessione non è obbligata (ciò significa che alla liquidazione accelerata vi sono alternative, mentre non ve ne sono per la liquidazione forzata). La differenza fra la liquidazione ordinata e la liquidazione accelerata attiene invece al fatto che nel caso di quest'ultima i tempi di cessione sono così ristretti da non consentire un'adeguata commercializzazione dell'attività.;
- c. **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. Nel commento al PIV I.6.7. è chiarito che: *"In una liquidazione forzata i tempi di cessione sono così ristretti da non consentire un'adeguata commercializzazione dell'attività (cioè, non è dato un periodo sufficiente ai partecipanti al mercato per informarsi e assumere decisioni consapevoli di acquisto in relazione alla complessità dell'attività oggetto di valutazione). Inoltre, nella liquidazione forzata il venditore è obbligato a vendere e ciò lo pone in condizioni di debolezza contrattuale. Spesse volte la liquidazione forzata avviene tramite asta. Normalmente le cessioni tramite asta a seguito di liquidazioni forzate evidenziano significativi sconti rispetto alle vendite di beni comparabili realizzate sul libero mercato"*. Nel commento al PIV II.1.10 è inoltre indicato: *"Il prezzo che può essere ottenuto da una liquidazione forzata dipende dalle ragioni per cui la cessione deve essere accelerata, senza un'adeguata commercializzazione. Il prezzo che il venditore accetterà in una liquidazione forzata riflette le peculiari circostanze che lo obbligano a vendere in tempi ristretti che sono diverse da quelle di un venditore motivato*

implicite nella definizione di valore di mercato. Il prezzo realizzabile in una vendita forzata ha solo incidentalmente una relazione con il valore di mercato o con qualsiasi altra configurazione di valore riportata in questi principi. Se è richiesta comunque una indicazione di prezzo realizzabile a seguito di una liquidazione forzata, l'esperto dovrà identificare le ragioni che impediscono al venditore di procedere ad una liquidazione ordinaria e le conseguenze del non poter disporre di un periodo adeguato di commercializzazione formulando appropriate ipotesi. La valutazione forzata deve anche considerare che normalmente si svolge in un contesto che vede il venditore obbligato a vendere ed in condizioni di debolezza contrattuale".

122. La tabella riportata di seguito permette di sintetizzare le differenze fra valore di mercato e le tre tipologie di valore di smobilizzo in relazione a quattro principali profili:

- a. la capacità della configurazione di valore di catturare il *massimo e migliore uso*;
- b. la possibilità di rispettare un normale *periodo di commercializzazione* per la vendita dell'attività;
- c) la condizione di *debolezza contrattuale del venditore*;
- 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
Valore di smobilizzo (liquidazione forzata)	X	X	X	✓

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

123. Nel caso di aziende in crisi, i mezzi propri sostanzialmente ricalcano il profilo di *pay-off* proprio di una opzione *call* scritta sull'attivo dell'azienda, con scadenza pari alla *duration* del debito finanziario e prezzo di esercizio pari al valore nominale del debito finanziario. A sua volta il valore dell'attivo aziendale è funzione della capacità di reddito prospettica dell'azienda e del valore di liquidazione delle attività. Se le attività di cui dispone l'azienda sono largamente fungibili (non specializzate) e dotate di un mercato di riferimento (si pensi ad esempio a navi, aerei, mezzi di autotrasporto, talune categorie di immobili, ecc.) il loro valore (di liquidazione) è indipendente dalla capacità di reddito della specifica azienda, ragione per cui al di sotto di una certa soglia di

redditività minima, il valore dell'attivo coincide con il valore di liquidazione. Questa dinamica (non simmetrica) dei *payoff* dell'*equity* e dell'*enterprise value*, potrebbe suggerire l'uso di tecniche di *option pricing*. Tuttavia, va segnalato il rischio, con l'adozione di queste tecniche (specie quando il valore dell'attivo è inferiore o pari al valore nominale del debito e quindi l'*intrinsic value* dell'opzione rappresentata dall'*equity* è pari a zero e l'unica componente di valore è rappresentata dal *time value* dell'opzione) di non considerare il fatto che l'azienda necessita di nuovi apporti di capitale con conseguenti effetti diluitivi importanti sul valore dell'*equity*.

124. I nuovi apporti di capitale in aziende in crisi comportano una diluizione di valore dell'*equity* esistente tanto maggiore quanto minore è la *moneyness* dell'*equity*, ossia quanto minore è la differenza fra valore dell'attivo aziendale e valore nominale del debito. Se la differenza è pari a zero (valore dell'attivo pari al valore nominale del debito) o addirittura negativa il valore dell'*equity* è legato alla possibilità di continuare l'esercizio d'impresa, circostanza che tuttavia richiede nuovi apporti di capitale. Per questa ragione il "cavaliere bianco" disposto ad investire nell'impresa nuovo capitale con l'obiettivo di continuarne l'esercizio normalmente richiede di sottoscrivere un aumento di capitale ad un prezzo largamente inferiore al valore delle azioni *pre-money* (valore che in buona misura è solo teorico, in quanto presuppone la continuità d'impresa che il vecchio azionariato non è in grado di garantire attraverso nuovo apporto di capitale ed è legato alla capacità del piano di ristrutturazione di riportare il valore dell'attivo al di sopra del valore nominale del debito).

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

4.2.4. L'uso dei multipli nella valutazione di cessione di rami aziendali o dell'azienda (anche nell'ottica della continuità indiretta)

126. Quando la valutazione riguarda la cessione di rami aziendali o dell'azienda è frequente l'uso di multipli. In linea generale un'azienda in crisi presenta specificità che non sono colte dai multipli riferiti a società operanti nello stesso settore, ma in condizioni di equilibrio

economico e finanziario. Le condizioni di squilibrio della società in crisi possono impedire di individuare società o transazioni comparabili.

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

- a) se le società comparabili operano nello stesso settore dell'azienda in crisi e la crisi riguarda l'intero settore, occorre cautela nell'uso di multipli *asset side*. Tali multipli ricostruiscono infatti l'*enterprise value* per somma fra la capitalizzazione di borsa (o il prezzo riconosciuto per l'*equity* nella transazione) ed il valore contabile del debito finanziario. Se il settore è in crisi con tutta probabilità le società comparabili sono molto indebitate ed al contempo il valore di mercato del debito è inferiore al valore contabile. La conseguenza è una sopravvalutazione del numeratore dei multipli *asset side*, con conseguente sopravvalutazione anche dell'azienda (o del ramo) oggetto di valutazione;
- b) i multipli anche quando correttamente calcolati esprimono valori di mercato e non valori di liquidazione. I valori di liquidazione sono di norma inferiori ai valori di mercato, in quanto scontano la debolezza contrattuale del venditore.

Quando la stima si fonda invece su criteri reddituali occorre adottare la prospettiva del partecipante al mercato (ossia della categoria di investitori che potenzialmente potrebbe essere interessata all'acquisto) sia per quanto riguarda i flussi di risultato sia per quanto riguarda il tasso di sconto. Con riguardo a quest'ultimo l'investitore in genere fa riferimento ad un tasso di rendimento minimo costruito applicando uno spread al costo del capitale stimabile sulla base del CAPM. Lo spread esprime il margine di sicurezza per l'investitore ed idealmente corrisponde al tasso che applicato al piano di ristrutturazione restituisce lo stesso valore che si potrebbe ottenere attualizzando al tasso CAPM il piano di ristrutturazione stressato;

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

4.2.5. La valutazione di cessione di beni materiali o immateriali

127. 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. 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. Al di fuori di beni tangibili ad elevata funzionalità, dotati di un mercato di riferimento, il valore di liquidazione è generalmente inferiore al valore di mercato. Contribuiscono a determinare lo sconto alcuni elementi che occorre considerare:

- a) l'età e la vita residua dell'attività. Normalmente se la vita residua è ridotta, già il valore di mercato riflette un valore prossimo allo *scrap value*. In questi casi lo sconto per ricavare il valore di liquidazione può essere molto ridotto;
- b) la condizione di crisi del settore in cui le attività sono impiegate. Normalmente in un settore in crisi i soggetti in grado di garantire il massimo e miglior uso alle attività oggetto di cessione sarebbero le aziende già operanti nel settore che, tuttavia, possono trovarsi razionate di capitale e maldisposte ad acquistare attività di altre aziende in crisi. In questi casi per attrarre l'interesse di altri investitori occorre che il valore di liquidazione sia significativamente inferiore al valore di mercato;
- c) l'obsolescenza tecnologica delle attività con *scrap value* nullo. Quanto maggiore è l'obsolescenza tecnologica delle attività nell'ambito del settore (e quindi minore è la vita utile residua delle attività con *scrap value* nullo) maggiore è lo sconto richiesto dagli acquirenti rispetto al valore di mercato;
- d) il valore unitario del bene. Maggiore è il valore unitario del bene, maggiore è lo sconto in genere riconosciuto in sede di liquidazione del bene stesso;
- e) l'effetto portafoglio. Quanto maggiori sono i beni simili da dover dismettere tanto minore è la capacità del mercato di assorbirli e quindi tanto maggiore è lo sconto in sede di liquidazione del bene stesso.

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

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

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

La *marketability* riguarda i seguenti tre profili:

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

La Liquidità riguarda invece i seguenti tre profili:

- a) I tempi necessari a realizzare la vendita al valore corrente;
- b) la liquidità a disposizione dei potenziali acquirenti;
- c) le caratteristiche del mercato in cui può essere ceduta l'attività (ampiezza e profondità).

129. 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 inesprese 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.

4.2.6. L'affitto di azienda

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

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

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

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

- i. il rendimento del capitale investito sarà assunto in relazione alla remunerazione derivante dal tasso corrente di rendimento dei titoli del debito pubblico e perciò definibile priva di rischio. Nella prassi i tassi relativi a questi investimenti dovranno essere coerenti con la durata del contratto d'affitto stipulato tra le parti;
- ii. il secondo elemento riguarda la copertura del rischio di perdita di funzionalità e di efficienza del complesso produttivo. Con ciò si intende il recupero e il riassorbimento delle riduzioni di valore derivanti dalle quote di ammortamento;
- iii. l'ultimo elemento remunera, invece, il rischio di perdita dell'avviamento e si caratterizza per la ponderazione delle caratteristiche proprie del complesso aziendale oltre che delle

incertezze connesse agli eventuali passaggi di proprietà e dei relativi riflessi sui risultati economici.

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

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

Il tasso di rendimento è perciò il prodotto di molteplici considerazioni e potrà oscillare in un intervallo nel quale l'estremo inferiore è il tasso privo di rischio (risk free), mentre l'estremo superiore è il costo del capitale che, per semplicità, può essere determinato sulla base di dati medi settoriali. È opportuno chiarire che nell'affitto d'azienda il locatore è esposto al rischio di insolvenza ed al rischio di perdita di funzionalità dell'azienda.

133. In condizioni ordinarie di operatività, il tasso di remunerazione più opportuno per la determinazione del canone appare essere il WACC, in quanto è il tasso di rendimento che garantisce la più appropriata remunerazione del capitale. In un contesto in cui gli asset aziendali non sono in grado di remunerare adeguatamente il capitale, e pertanto l'azienda distrugge valore, il tasso di remunerazione ai fini della determinazione del congruo canone per l'affitto di un ramo di azienda può essere considerato inferiore al WACC.

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

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

5.1 Le valutazioni nell'ottica dei vecchi soci

134. Nel caso debba valutare un'impresa in crisi per conto dei soci, l'esperto non può esprimere il valore intrinseco dell'impresa. Questa definizione ha radici nel concetto di valore in atto ed esclude così ogni ipotesi speciale, che qualifica il valore potenziale, come già previsto dal par. 1.6.11 dei PIV: *“Il valore di un'azienda, di una partecipazione azionaria, di un'azione e di un bene immateriali può esprimere un valore in atto o un valore potenziale. La distinzione fra i due attributi di valore risiede nel fatto che il valore in atto esclude ogni ipotesi speciale e/o condizione ipotetica, mentre il valore potenziale considera anche il valore di benefici legati ad ipotesi speciali e/o condizioni ipotetiche. Il valore potenziale può includere anche una stima ragionevole di potenzialità per le quali non vi sono riscontri obiettivi, ma che un operatore di mercato considererebbe alla data della valutazione, anche se solo possibili o remoti”*.

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

136. Trattandosi di un valore di investimento, la ragionevole espressione di tutte le potenzialità iscritte nei diversi piani di ristrutturazione introduce l'alea che definisce il profilo di rischiosità dello stesso e che dovrà essere opportunamente modulata.

137. La determinazione del valore di investimento consente anche di considerare l'eventuale effetto diluitivo che si realizza nel momento in cui l'impresa richieda apporti di capitale di rischio a nuovi soci. Il loro ingresso avviene, normalmente, a fronte della corresponsione di tassi di rendimento più elevati rispetto alla prevalente remunerazione equa per il rischio, comportando così un'importante diluizione dei vecchi soci, destinati a perdere il controllo dell'impresa, ma interessati al valore di investimento di cui rimangono titolari.

138. L'esperto deve quindi determinare il valore di investimento per i vecchi soci, alla luce di specifiche assunzioni ipotetiche o speciali. Quest'ultimo consente di definire il valore dei beni del debitore, valutando il valore del capitale investito, prima che siano negoziate le quote di partecipazione dei diversi *stakeholder* in ragione delle quote di debito riorganizzato.
139. I metodi fondati sul reddito sono adeguati al calcolo del *reorganization value*, perché consentono di valorizzare le assunzioni in merito alle caratteristiche specifiche del singolo debitore e le circostanze contestuali della riorganizzazione, arrivando a permettere la comparazione di piani di ristrutturazione diversi, fondati su assunzioni specifiche per ciascuno di essi.
140. I piani di ristrutturazione diversi si caratterizzano spesso per una distribuzione dei flussi di cassa operativi non uguale tra loro. Tale distribuzione ha comunque il compito di riflettere le alternative tra i progetti di ristrutturazione e permettere così una comparazione, necessaria per valutare l'efficacia della copertura della struttura di debito in essere.
141. Diviene così di particolare rilievo definire il tasso di rendimento che deve essere utilizzato per la stima del valore.
142. Certamente non può omettersi di considerare che il rischio è funzione della necessità di ristrutturare l'impresa agendo sulle leve operative e su quelle finanziarie, oppure solo su queste ultime. Nel primo caso, il profilo di rischio risulta certamente maggiore, avvicinando il tasso di sconto al costo del capitale di rischio, fino a farlo coincidere integralmente con questo (nella versione del costo dei mezzi propri *unlevered*).
143. A questa relazione tra rischio del piano di ristrutturazione e costo del capitale di debito e del capitale proprio, che sposta il peso del tasso di sconto progressivamente verso la sua identificazione con il costo del capitale di rischio, deve poi essere associata anche una valutazione nel merito delle modalità di formazione di quest'ultimo.
144. La determinazione del fattore di sconto deve considerare che il calcolo del costo del capitale di rischio risulta progressivamente sganciato da possibili effetti di diversificazione rispetto al rischio di mercato, evidenziando il fatto che il costo del capitale possa essere determinato sulla base di modelli che non fanno riferimento necessariamente al CAPM.

145. In talune situazioni, quando le condizioni di crisi sono totalizzanti e profonde, l'impresa non presenta riferimenti di performance in alcuna delle sue serie storiche e, molto spesso, l'entità del proprio capitale tangibile è "usurata" dalla necessità di consentire un rimborso almeno parziale dei propri crediti. Questa situazione consente al valutatore di estendere le proprie fonti di riferimento anche al settore dei rendimenti attesi nel *venture capital*.
146. In quest'ottica, diviene imprescindibile comprendere la struttura finanziaria di riferimento per la valutazione, posto che difficilmente rimarrà la stessa su tutto l'orizzonte di piano. Può essere allo scopo necessario utilizzare modelli a più fasi, oppure la ricostruzione di una *waterfall*, che consenta di trattare la partecipazione del vecchio socio alla stregua di una vera e propria opzione, il cui payoff dipenderà dalle caratteristiche della ristrutturazione, e dalle modalità di soddisfacimento dei creditori che precedono il socio, il quale mantiene ed amplifica in questo caso il proprio ruolo di *residual claimant*.
147. Poiché l'obiettivo primario della ristrutturazione è la tutela di tutti i creditori, per i vecchi soci che dalla ristrutturazione possono derivare un valore nullo delle proprie quote di partecipazione, risulta rilevante quale alternativa l'esame del valore di liquidazione.
148. È opportuno valutare, infatti, anche lo scenario di insuccesso degli alternativi piani di risanamento, che rappresenta un rischio per tutti i creditori ed i vecchi soci. È questo un rischio concreto e particolarmente temuto dai creditori, che grava sui piani di continuità aziendale e di cui occorre tenere conto, specialmente quando la liquidazione ritardata delle attività comporta elevati oneri di gestione e/o severe perdite di valore delle attività.
149. Qualora l'alternativa tra i piani di ristrutturazione non conduca ad un valore soddisfacente della propria partecipazione originaria, quindi quale elemento di comparazione di ogni valore derivabile sulla base dei diversi piani, si rende indispensabile la valutazione dell'impresa in un'ottica liquidatoria, che consideri non solo il valore di cessione delle attività, ma anche i minori costi che derivano dall'accelerazione della dismissione e dal mancato sostenimento di costi di gestione per il periodo che precede il conclamato insuccesso della ristrutturazione. Occorre pertanto

comparare i costi differenziali che interverrebbero tra una liquidazione volontaria ed una liquidazione forzata ai fini di definire il valore del capitale dei vecchi soci.

5.2 Le valutazioni dei crediti

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

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

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

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

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

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

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

156. Il valore di rimborso del credito mutuato da un piano di ristrutturazione dipende dalla probabilità di realizzazione del piano e degli alternativi valori di rimborso nel caso di

riuscita parziale; il valore del credito stimato ex ante per ogni procedura si caratterizza come un valore atteso.

157. Occorre pertanto che la valutazione venga effettuata tenendo conto di tale assunto.

La distribuzione di probabilità utilizzabile è una Bernoulli, dove gli eventi sottostanti sono la realizzazione completa del piano o la sua mancata realizzazione, la quale è comunque espressione dei casi di parziale realizzazione o di totale insuccesso.

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

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

160. I compiti dell'esperto sono:

- i. definire la probabilità di successo (p);
- ii. definire il valore atteso del *payoff* in caso di mancata realizzazione.

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

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

161. I valori di rimborso associati ai casi di realizzazione e non realizzazione sopra definiti, sono dipendenti dalla procedura legale prescelta che determina i flussi attesi e i relativi rischi. Il tasso da applicare per attualizzare il valore atteso del rimborso può essere il

risk free o il risk free maggiorato da uno spread rispettivamente nei casi in cui creditore sia neutrale oppure avverso al rischio.

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

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

6. IL PERCORSO DI ANALISI DELL'ESPERTO

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

- A) analisi dello stato di crisi;
- B) architettura dell'impianto valutativo;
- C) analisi del piano;
- D) metodiche di valutazione: scelta ed applicazione

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

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

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

L'analisi delle cause della crisi permette di individuare:

- i punti di svolta che hanno condotto alla crisi e le basi dalle quali ripartire per lo sforzo di ripresa (se questa è possibile);
- la natura delle cause che possono essere di natura macroeconomica, settoriale o specifica aziendale. Questa analisi permette di comprendere il contesto in cui deve essere affrontata la soluzione dello stato di crisi. E' ovvio che una crisi

settoriale con eccesso di capacità produttiva offre minori prospettive di risanamento rispetto ad una crisi dovuta ad errori gestionali o a fatalità che hanno colpito la specifica azienda.

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

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

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

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

1. La finalità della valutazione in relazione alle possibili soluzioni/evoluzioni della crisi.
2. L'oggetto specifico di valutazione (l'attivo aziendale, azioni, titoli di debito, titoli ibridi);
3. La configurazione di valore ricercata (valore di mercato, valore d'investimento, *reorganization value*, liquidazione ordinata, liquidazione accelerata, liquidazione forzata, canone di affitto di azienda, valore recuperabile a fini di impairment test).
4. La prospettiva della valutazione (*going concern* o *gone concern*; pre-money o post money; a struttura finanziaria corrente o a struttura finanziaria *target*)

167. *Analisi del piano*. L'analisi del piano deve riguardare:

1. L'ampiezza del processo di trasformazione. La caratteristica di un'azienda in crisi è che si caratterizza da una condizione di squilibrio. Di norma non esiste un valore in atto che possa essere mantenuto, ma un valore potenziale che è funzione del processo di trasformazione identificato nel piano aziendale di risanamento. Quanto più il processo di trasformazione è esteso, tanto maggiore è la sfida imprenditoriale implicita nel piano.
2. La finalità per la quale il piano è redatto. Sotto il profilo delle finalità, un piano attestato nell'ambito di un concordato preventivo è diverso da un piano presentato alle banche nell'ambito di una composizione negoziata della crisi o ad un piano presentato ad un possibile investitore di *private equity*. Le diverse finalità del piano definiscono l'orizzonte coperto dal piano, la modalità con cui è costruito, la presenza o meno di una *Independent Business Review (IBR)*, ecc.;
3. La ragionevolezza delle assunzioni ed i vincoli. Il giudizio di ragionevolezza è finalizzato a valutare se i flussi prospettici siano idonei ad esprimere il valore ricercato. Questa analisi consiste nel verificare se esista o meno una base ragionevolmente obiettiva delle assunzioni alla base del piano. La base può dirsi ragionevolmente obiettiva quando trova riscontro²:
 - nel passato (analisi storica);
 - nel confronto con altre società o realtà comparabili (*benchmarking*)
 - nelle previsioni di fonte esterna (consenso).

L'esistenza o meno di una base ragionevolmente obiettiva premette di effettuare una separazione sotto il profilo logico di due diverse categorie di flussi prospettici: (i) le previsioni che si fondano su basi ragionevolmente obiettive e (ii) le proiezioni che invece rappresentano

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)

la situazione attesa sulla base di una o più assunzioni ipotetiche per le quali non esistono riscontri tratti dal passato, dalle condizioni di società comparabili o da fonti di previsione esterna.

4. La natura dei flussi prospettici (condizionata o non condizionata al verificarsi di uno specifico scenario). L'esperto deve comprendere se i flussi prospettici siano condizionati o meno al verificarsi di uno specifico scenario. Normalmente le imprese formulano un piano relativo ad un unico scenario (sono rari i casi di pianificazione fondata su più scenari alternativi). Quando riferiti ad un unico scenario i flussi prospettici possono essere rappresentativi di uno scenario medio rappresentativo o viceversa riferirsi allo scenario più probabile che può o meno esprimere lo scenario medio atteso (in relazione alla distribuzione simmetrica o meno dei flussi). Se i flussi sono riferiti ad uno specifico scenario giudicato più probabile, ma che non esprime uno scenario medio atteso, ai fini valutativi occorre scontare quei flussi ad un tasso che considera oltre al costo del capitale anche un premio per il rischio di scenario. Al contrario se i flussi esprimono risultati medi attesi, i flussi non sono condizionati al verificarsi di uno specifico scenario e possono essere scontati al costo del capitale.
5. La consistenza dei mezzi disponibili per la realizzazione della trasformazione. Il piano deve essere fattibile e ciò presuppone che la società disponga delle risorse necessarie alla sua realizzazione. Questo aspetto assume rilievo perché anche quando l'esperto è chiamato a valutare l'attivo aziendale sulla base di una struttura finanziaria target, il piano non può prescindere dai vincoli finanziari che si ripercuotono sugli investimenti che l'azienda è in grado di realizzare, sulle condizioni di acquisto dai fornitori e di vendita ai clienti, ecc. Questa circostanza permette di comprendere perché il piano potrebbe non esprimere il massimo e miglior uso delle attività aziendali, che invece un soggetto terzo senza vincoli (partecipante al mercato) potrebbe realizzare. In questi casi può accadere che il valore stimato sulla base del piano di ristrutturazione risulti inferiore rispetto al valore di mercato (stimato sulla base della prospettiva del partecipante al mercato).

6. L'esistenza di un accordo con i creditori. Nell'ambito di un piano di ristrutturazione finanziaria può essere concordato con i finanziatori un piano che prevede condizioni diverse da quelle correnti di mercato. In questi casi la valutazione dovrebbe considerare per gli anni di valenza dell'accordo gli effetti in termini di benefici per la società. Una soluzione per considerare questi effetti nel periodo coperto dal piano di ristrutturazione consiste nell'utilizzare criteri *equity side* che prevedano poi una normalizzazione delle condizioni finanziarie in sede di stima del valore terminale.
7. I rischi di execution del piano. I rischi di *execution* del piano sono funzione dell'ampiezza della trasformazione prevista dal piano stesso. Maggiore è la trasformazione necessaria per riportare l'azienda in condizioni di equilibrio, più il piano si fonda su proiezioni (assunzioni ipotetiche) e maggiore è il rischio di non riuscire a traguardare quelle proiezioni trattandosi di un percorso nuovo per l'azienda e per il management.

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

1. *Income approach* (metodica del reddito)
2. *Market approach* (metodica del mercato)
3. *Cost approach* (metodica del costo).

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

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

1. I rischi da considerare in relazione alle diverse configurazioni di valore oggetto di stima. Una azienda in crisi normalmente richiede una ristrutturazione operativa, più o meno intensa, più o meno rischiosa. Il piano identifica il percorso attraverso il quale l'azienda intende realizzare la ristrutturazione. Assumono pertanto rilievo

due diversi profili di rischio: il rischio del piano in sé (inteso come dispersione dei possibili risultati realizzabili) ed il rischio di insuccesso del piano (inteso come insostenibilità del piano e conseguente arresto del piano di risanamento). Mentre il rischio del piano in sé è riflesso in tutte le configurazioni di valore che adottano la prospettiva di *going concern* (*reorganization value*, valore recuperabile a fini di *impairment test*), il rischio di insuccesso del piano è riflesso solo in alcune configurazioni di valore (valore di mercato e *fair value*) che adottano una prospettiva mista di *going concern* (che presuppone di riuscire a realizzare il piano sia pur con diversi possibili esiti) e di *gone concern* (che presuppone la liquidazione della società).

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

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

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

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

c. premio per il rischio di *execution* (da sommare al costo del capitale stimato sulla base del CAPM quando il piano - richiedendo una trasformazione dell'azienda - si fonda oltre che su previsioni, fondate su riscontri ragionevolmente obiettivi, anche se proiezioni fondate invece su assunzioni ipotetiche. Le proiezioni sono stime che si fondano su assunzioni ipotetiche relative a iniziative nuove - lancio di un nuovo prodotto, l'ingresso in un nuovo

mercato, la riorganizzazione della rete di vendita, ecc. - prive di riscontri ragionevolmente obiettivi rintracciabili nell'esperienza storica della specifica società o di società comparabili e/o da fonti di previsione esterna, il c.d. consenso).

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

Il premio per il rischio di scenario deve essere considerato quando i flussi da attualizzare non esprimono flussi di risultato medi attesi, ma flussi condizionati al verificarsi di uno specifico scenario. Mentre il tasso di sconto dei flussi medi attesi è rappresentato dal costo del capitale, il tasso di sconto di flussi condizionati al verificarsi di uno scenario deve essere più elevato del costo del capitale se i flussi condizionati sono più elevati dei flussi medi attesi e viceversa. In linea logica scontare flussi medi attesi al costo del capitale o scontare flussi condizionati al verificarsi di uno specifico scenario ad un tasso appropriato dovrebbe restituire il medesimo risultato. Pertanto, la misura appropriata di premio per il rischio di scenario è funzione della distanza dei flussi di scenario rispetto ai flussi medi attesi. Normalmente i flussi condizionati al verificarsi di uno specifico scenario sono maggiori dei flussi medi attesi (in quanto nei piani di ristrutturazione, i rischi di *downside*, sono in genere maggiori dei rischi di *upside*). L'esperto quando usa flussi condizionati al verificarsi di uno specifico scenario dovrebbe – attraverso un processo di *reverse engineering* – mostrare a quale riduzione lineare dei flussi di piano, attualizzati al costo del capitale, corrisponde il valore ottenuto facendo uso dei flussi pieni di piano e del costo del capitale maggiorato del premio per il rischio di scenario considerato opportuno. Un esempio è illustrato di seguito, dove si mostra che il premio per il rischio di scenario del 3% corrisponde ad un taglio lineare dei flussi di piano condizionati al verificarsi di uno scenario pari al 21%.

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

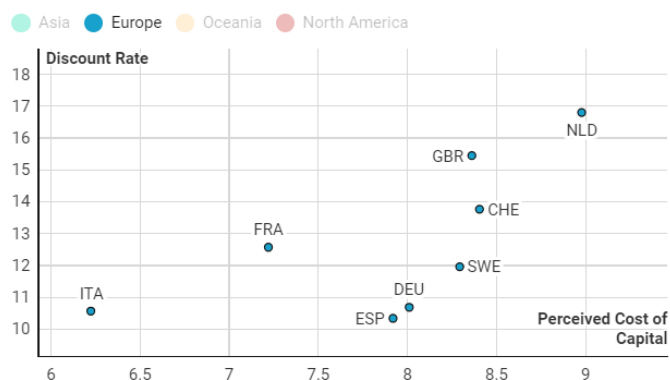
Anni	1	2	3	4	5	TV
Flussi condizionati al verificarsi di uno scenario						
Ricavi	70	80	90	100	120	120
Costi operativi monetari	40	45	50	55	65	65
Ebitda	30	35	40	45	55	55
Ammortamenti	10	11	12	13	14	15
Ebit	20	24	28	32	41	40
Imposte figurative su Ebit	6	7	8	9	12	11
Nopat	14	17	20	23	29	29
Variazione 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					

La misura del premio per il rischio di scenario è dunque una misura specifica (non generalizzabile in una misura tipo) che deve catturare la distanza fra i flussi di scenario ed i flussi medi attesi. Pertanto, se i flussi di piano già esprimono flussi medi attesi (flussi non condizionati al verificarsi di uno scenario) non è richiesto alcun premio per il rischio di scenario.

Il premio per il rischio di *execution* attiene invece al fatto che alcune iniziative alla base del piano potrebbero non avere successo in quanto mai sperimentate in precedenza. In questo caso il premio per il rischio deve considerare che le iniziative potrebbero manifestare i loro effetti in ritardo, richiedere maggiori investimenti, innescare reazioni dei concorrenti, ecc. più in generale presentare imprevisti anche molto significativi. Il premio per il rischio di *execution* cattura un rischio idiosincratico (specifico dell'azienda) che non è già catturato dal costo

del capitale stimato sulla base del CAPM (il quale cattura il solo rischio sistematico). In linea di principio il premio per il rischio di *execution* dovrebbe esprimere lo *spread* che un investitore dovrebbe richiedere fra il tasso interno di rendimento di un nuovo investimento ed il costo del capitale (questo *spread* è spesso definito come “incentivo imprenditoriale”). Infatti, la misura del premio per il rischio di *execution* è funzione del grado di sfida imprenditoriale implicito nelle specifiche iniziative e del peso che tali iniziative rivestono sui flussi di risultato di piano. Nella stima del premio per il rischio di *execution* è necessario considerare la distribuzione dei flussi delle nuove iniziative nel tempo. Se le nuove iniziative prevedono flussi di investimento in una prima fase e flussi in entrata più avanti nel tempo la sensibilità dei flussi al premio per il rischio è più elevata rispetto al caso in cui le nuove iniziative non richiedano investimenti ed i flussi di risultato siano più vicini nel tempo. L’esperto non dovrebbe praticare un premio per il rischio di *execution* di dimensione tale da rendere il tasso di sconto superiore al tasso interno di rendimento delle nuove iniziative. Una misura massima di premio per il rischio di *execution* può essere tratta dalla differenza rilevata fra il costo del capitale medio ponderato stimato internamente (*perceived cost of capital*) e il rendimento minimo richiesto sugli investimenti (*discount rate*). L’esperto deve adottare diligenza nella stima di questo parametro, consultando più fonti. A solo titolo di esempio e non esaustivamente, si riporta in questa sede il riferimento al sito www.costofcapital.org riporta questa misura aggiornata annualmente (vedi figura sottostante). L’ultimo aggiornamento riguarda il 2022 ed indica un costo medio ponderato del capitale per l’Italia pari al 6,224% a fronte di un rendimento 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](#)

- 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.
- 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

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

Nel rapporto 2024 sono indicate le forchette di tassi indicate nella tabella 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\$ 5 M 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%

Un'analisi più precisa può essere compiuta attraverso *data base* privati come (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.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- la stima dei ricavi (che è funzione della dimensione del mercato aggredibile dall'impresa riorganizzata e dei suoi vantaggi competitivi rispetto alla concorrenza);
- la marginalità dei ricavi (che è funzione dell'efficienza dell'azienda e della sua dimensione rispetto ai concorrenti);
- l'intensità di capitale circolante e del capitale fisso (che è funzione del modello di business e della normalizzazione delle relazioni con clienti e fornitori);
- le prospettive di crescita oltre il periodo di previsione esplicita (che è funzione della natura *price maker* o *price taker* del business e della dinamica inflazionistica attesa). Naturalmente molta cautela è necessaria nel considerare un saggio di crescita reale positivo in quanto presupporrebbe la capacità dell'azienda a fine piano di effettuare investimenti con rendimento superiore al costo del capitale.

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

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

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

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

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

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

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

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

1. Quando la crisi riguarda la specifica impresa, per minimizzare le differenze fra l'impresa in crisi e le società comparabili in alcuni casi è adottato un criterio di valutazione misto che fa uso del DCF per gli anni di previsione esplicita e dei multipli per la stima del valore terminale. Per questa via il multiplo è applicato ai risultati dell'impresa riorganizzata e

quindi, almeno in linea di principio, ad un'impresa più simile ai comparabili. Va tuttavia rilevato che:

- l'uso del criterio misto restituisce il valore del business come ricavabile al piano di riorganizzazione e non il suo valore di mercato, in quanto quest'ultimo dovrebbe scontare anche il rischio di fallimento del piano di risanamento;
- l'applicazione di un multiplo al flusso terminale presuppone l'uso di multipli *forward* e non di multipli correnti. Il multiplo *forward* corrisponde ad un multiplo ricostruito che assume:
 - ✓ a numeratore il valore atteso a termine di EV (*enterprise value*) o di P (capitalizzazione di borsa) delle società comparabili, in relazione a che si tratti di multipli *asset side* od *equity side*⁶;
 - ✓ a denominatore il dato di stock o di flusso atteso a termine (che per le società quotate comparabili coincide con i dati di consenso degli *equity analysts*).

2. Quando ai fini della stima del valore di mercato si fa uso di multipli di società comparabili bisogna considerare che l'azienda in crisi non presenta lo stesso grado di liquidità e di *marketability* delle società quotate comparabili. L'assenza di liquidità fa riferimento al fatto che l'azienda non abbia titoli negoziati in un mercato attivo e che quindi la vendita per poter essere regolata al valore di mercato richieda più tempo (con il rischio di esporsi a variazioni negative di prezzo), mentre l'assenza di *marketability* fa riferimento al fatto che l'azienda da cedere non incontri l'interesse di investitori per via principalmente de:
- la presenza sul mercato di molte altre aziende o rami di azienda simili in vendita;
 - la condizione di tensione economica o finanziaria dei potenziali acquirenti strategici per via o di una crisi economica generale o di una crisi specifica di settore.

Normalmente l'assenza di *marketability* comporta tempi di cessione molto più protratti. Poiché il valore di mercato esprime il controvalore monetario realizzabile alla data della valutazione, il tempo richiesto per vendere un'attività illiquida o un'attività priva di *marketability* rappresenta un costo, tanto maggiore quanto più elevati sono i tassi di interesse e quanto più volatile è il valore di mercato dell'attività. Per questo motivo normalmente gli sconti (DLOL- *Discount for Lack of Liquidity* e DLOM-*Discount for Lack*

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 $P_1 = P_0 \times (1 + coe) - Div$

of *Marketability*) si fondano su modelli di determinazione del prezzo di opzioni⁷. La logica di questi modelli consiste nell'eguagliare lo sconto per mancanza di liquidità/*marketability* al valore di un'opzione *put* (il diritto a vendere l'attività) sulla base delle seguenti equivalenze:

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

da cui:

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

e

Attività liquida = Attività illiquida + Valore opzione Put

da cui:

Attività liquida – Attività illiquida = Valore opzione PUT = DLOL

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

3. Ai fini della identificazione dello sconto da applicare per ricavare dal valore di mercato il valore di liquidazione (ordinata, accelerata o forzata) di un'azienda o di un ramo di azienda in funzionamento, occorre considerare che:
 - spese volte l'acquirente non può godere del rilascio di garanzie da parte del venditore;
 - i tempi per una *due diligence* sono compresi o addirittura non è possibile effettuare una *due diligence*;
 - l'azienda oggetto di liquidazione riguarda un perimetro più ampio o più ristretto di ciò che i potenziali acquirenti possono essere interessati ad acquistare;

La rilevanza di questi elementi deve essere attentamente valutata nello specifico caso. Una stima ragionevole dello sconto è resa complessa dal fatto che già il valore di mercato dell'azienda in crisi, quando quest'ultima è priva di *marketability*

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

incorpora lo sconto di assenza di interesse da parte dei compratori per le condizioni di difficoltà dell'azienda e quindi lo sconto da applicare successivamente al valore di mercato per ricavare il valore di liquidazione deve considerare solo gli elementi citati in precedenza. In breve, lo sconto da applicare al valore di mercato per ricavare il valore di liquidazione è uno sconto puro che *non* deve considerare le condizioni di difficoltà dell'azienda oggetto di valutazione che si traducono in una ridotta *marketability*.

Queste considerazioni permettono di comprendere che le misure di sconto da applicare al valore di mercato per identificare il valore di liquidazione fanno riferimento a condizioni di difficoltà del venditore e non a condizioni di ridotta *marketability* dell'oggetto di vendita. I riferimenti generalmente utilizzati in letteratura riguardano le stime degli sconti sostenuti da fondi di investimento aperti costretti a cedere attività per far fronte a *shock* di liquidità (riscatti) o agli sconti per la vendita di partecipazioni di minoranza di società quotate (in bonis) da parte di aziende *distressed*. A solo titolo di esempio una verifica recente⁸ compiuta su 638 transazioni aventi per oggetto la vendita di pacchetti azionari di minoranza di società quotate da parte di società *distressed* e non *distressed* ha mostrato come:

- a) in media i pacchetti azionari ceduti dalle imprese in crisi abbiano registrato sconti pari all'8% rispetto alla quotazione ante cessione;
- b) cessioni di pacchetti azionari da parte di aziende non *distressed* non registrano alcuno sconto;
- c) la dimensione dello sconto cresce al crescere della dimensione relativa del pacchetto azionario. Pacchetti pari al 5% o più delle azioni della società quotata registrano sconti (nelle cessioni promosse da aziende *distressed*) in media pari al 14%.

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

1. La ridotta applicabilità del criterio patrimoniale per la valutazione delle aziende in crisi. In linea di principio il criterio patrimoniale dovrebbe essere utilizzato solo per

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

quelle imprese che operano in settori in crisi, dove per effetto della crisi, il valore delle attività operative immobilizzate ha subito una drastica riduzione. In questi casi il costo di rimpiazzo dei cespiti è significativamente inferiore al costo storicamente sostenuto per acquistarli. Nei settori nei quali le immobilizzazioni sono beni fungibili (immobili, aerei, flotte di veicoli, navi, ecc.) è frequente che tali immobilizzazioni siano state acquistate con un massiccio ricorso al debito (spesso il *loan-to-value* è superiore all'80%). In questi casi può verificarsi la situazione per cui l'azienda in crisi si caratterizza per un capitale investito a costi di rimpiazzo anche significativamente inferiore al valore nominale del debito, ma al contempo è in grado di esprimere una redditività (corrente o prospettica) allineata al costo del capitale. Si tratta di imprese che hanno perso valore per errori gestionali del passato (eccesso di investimenti nella fase espansiva del ciclo, eccessivo ricorso alla leva finanziaria, ecc.) ma che hanno conservato una capacità di reddito proporzionata al capitale necessario e normale per lo svolgimento del business nel nuovo contesto.

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

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

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

- i. dei costi in eccesso che alla data della valutazione non sarebbe più necessario sostenere per effetto ad esempio del progresso tecnologico, del livello di conoscenze, ecc.;
- ii. dei c.d. costi curabili ossia delle eventuali minori manutenzioni sostenute dall'azienda in crisi rispetto a quelle necessarie a mantenere il bene in perfetto stato di funzionamento;
- iii. dell'obsolescenza economica del bene, ossia della vita residua del bene prima di dover essere sostituito.

Quando il bene è di formazione interna (tipicamente gli intangibili quali *brand* o tecnologia) occorre sommare al costo di riproduzione aggiustato anche il profitto dello sviluppatore (il costo opportunità del capitale impiegato) e, nel caso di beni a valenza strategica, anche l'incentivo imprenditoriale (lo spread normale fra rendimento dell'investimento e costo del capitale)⁹.

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