



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI  
M I L A N O



CAMERA  
ARBITRALE  
DI MILANO

# CORSO per Esperto nella Composizione Negozziata per la Soluzione della Crisi d'impresa

Ai sensi del Documento allegato

Decreto Dirigenziale Direttore Generale degli Affari Interni 28 settembre 2021  
Composizione negoziata per la soluzione della crisi d'impresa,  
previsto dal DL 118/2021, convertito nella L. 147 del 21 ottobre 2021

## La stima della liquidazione del patrimonio: la valutazione delle aziende in situazioni di crisi

**Prof. Dott. Alessandro Danovi**  
Associato di Economia e Gestione delle Imprese, Università degli Studi di Bergamo

21 gennaio 2022

## Sommario

1. Profili generali: «Linee guida per la valutazione di aziende in crisi» CNDCEC - SIDREA
2. La determinazione del contesto valutativo
3. I framework per la valutazione delle aziende in crisi
4. La formulazione delle prospettive di risanamento e degli interventi correttivi
5. La base documentale
6. Le condizioni di applicabilità dei metodi valutativi
7. Bibliografia

## 1.1 Profili generali: «Linee guida per la valutazione di aziende in crisi»

La valutazione d'azienda in condizioni di crisi serve molteplici fini quali:

1. Individuare il valore dell'azienda e delle sue componenti patrimoniali;
2. Giudicare circa la convenienza della prosecuzione dell'attività rispetto all'ipotesi liquidatoria;
3. Confrontare in termini di valore le diverse ipotesi evolutive di piani aziendali;
4. Esprimere il giudizio circa il miglior soddisfacimento dei creditori richiesto all'attestatore;
5. Consentire al commissario giudiziale di comparare le diverse proposte concordatarie presentate;
6. Sostenere l'analisi in merito al rapporto tra attivo della procedura e richieste dei creditori;
7. Migliorare i processi decisionali degli organi aziendali dei creditori coinvolti nella procedura concorsuale e degli organi della procedura concorsuale.

Tuttavia, le situazioni di crisi richiedono l'adozione di particolari accortezze da parte del professionista nello svolgimento delle proprie attività valutativa.

## 1.2 Profili generali:

### «Linee guida per la valutazione di aziende in crisi»

Nella prassi, un utile riferimento in materia è dato dalle “Linee guida per la valutazione di aziende in crisi”, predisposte dal CNDCEC, e fonte principale di questa presentazione. Le Linee guida assistono il professionista nello svolgimento delle proprie funzioni dando indicazioni su come:

1. Adottare corrette tecniche di valutazione;
2. Identificare le determinanti del valore;
3. Individuare e illustrare gli assunti valutativi;
4. Fornire il parere complessivo sul valore dell’oggetto valutato.

Le Linee guida, fornendo spunti procedurali concretamente applicabili, contribuiscono a ridurre l’alea delle stime, conseguenza dei problemi pratici di applicazione dei metodi valutativi e dell’incertezza connaturata alle situazioni di stress aziendale.

## 1.3 Profili generali: «Linee guida per la valutazione di aziende in crisi»

**Ricognizione delle cause della crisi**

**Costruzione della base documentale**

**Scelta del metodo di valutazione e il suo svolgimento**

**Declinazione delle ipotesi nello sviluppo della perizia**

**Definizione del contesto di riferimento e del quadro evolutivo**

## 2.1 Determinazione del contesto valutativo

La crisi aziendale si manifesta inevitabilmente come squilibrio economico-patrimoniale e finanziario.

È essenziale condurre delle analisi sulle dinamiche dei flussi e sulle loro ripercussioni sulla struttura finanziaria, in quanto:

1. Un'analisi sull'andamento storico dei flussi permette di qualificare lo stato di crisi in cui versa l'azienda;
2. Un'analisi di carattere previsionale, sulla base delle azioni future finalizzate al risanamento, permette di svolgere valutazioni preliminari in merito alla reversibilità o irreversibilità dello stato di crisi.

La comprensione del **contesto valutativo** è determinata dall'acquisizione della **base informativa**, la quale comprende un'analisi strategica concernente:

- **il quadro macroeconomico;**
- **il quadro settoriale;**
- **il quadro specifico dell'unità oggetto di stima;**
- **un'analisi quantitativa dei risultati storici;**
- **un'analisi delle previsioni sia degli scenari futuri sia dei flussi economici e finanziari.**

## 2.2 Determinazione del contesto valutativo

La **valutazione** dell'impresa in crisi può avvenire in **diversi contesti**, riassumibili come segue:

### 1. **Tensione finanziaria (rischio d'insolvenza):**

L'azienda oggetto di valutazione genera flussi di cassa prospettici negativi e rischia l'insolvenza. In questa situazione è necessario reperire nuova finanza, prima di procedere al risanamento.

### 2. **Disequilibrio economico e crisi reversibile;**

L'azienda oggetto di analisi versa in un temporaneo stato di disequilibrio economico, che ci si aspetta venga superato attraverso le iniziative di *turnaround*. Tuttavia, essa non corre immediato rischio d'insolvenza.

### 3. **Disequilibrio economico e crisi irreversibile (ipotesi liquidatoria);**

L'azienda oggetto di valutazione è incapace di generare flussi di cassa positivi, anche prospettici. La liquidazione è inevitabile, ma parte dell'attività produttiva potrebbe essere preservata trasferendo eventuali rami aziendali ancora profittevoli.

Il passaggio di un'azienda da un contesto all'altro può essere lento o repentino a seguito di un evento significativo sulla dinamica dei flussi e sui conseguenti equilibri di bilancio.

## 3.1 I framework per la valutazione delle aziende in crisi

### **La valutazione dell'azienda in tensione finanziaria:**

Vi è **rischio di insolvenza prospettica** quando la carenza di liquidità aziendale nel breve periodo comporta l'impossibilità di onorare le obbligazioni contratte e non più dilazionabili.

Si colloca in questo contesto anche:

1. L'azienda che nel suo piano finanziario registra l'incapacità dei flussi di cassa dell'attività operativa di far fronte ai margini delle altre aree (investimenti e finanziamenti);
2. L'azienda in stato di sovraindebitamento (art. 6, co. 2, lett. a) L. 3/2012).

In questo particolare contesto, i dati storici possono essere ancora utilizzati come *benchmark* per definire scenari prospettici di carattere economico-finanziario di breve periodo e per identificare plausibili risultati medio-normali attesi.

Nella definizione dei risultati previsionali, le comparazioni con altre realtà aziendali possono essere assunte nel processo di **stima del valore**.

Nel processo valutativo, il professionista deve tenere conto dei costi e dei tempi necessari all'implementazione degli strumenti scelti per sanare lo squilibrio economico-patrimoniale e finanziario.

Nel caso in cui non sia disponibile un piano redatto dall'impresa e si sia optato per l'uso di modelli che prevedono l'attualizzazione dei flussi economico-finanziari, sarà compito del professionista sviluppare previsioni in merito, sulla base delle informazioni fornite dal *management*.

## 3.2 I framework per la valutazione delle aziende in crisi

### **La valutazione d'azienda in disequilibrio economico e in crisi reversibile:**

L'elemento che caratterizza questo contesto valutativo è la **discontinuità** tra i valori economico-finanziari di partenza e quelli attesi.

I valori attesi devono essere conseguenza di operazioni di risanamento straordinarie, di estensione proporzionata alla gravità della situazione di partenza.

Ciò comporta che la valutazione del valore aziendale si fondi su dati prospettici, facendo ricorso ai dati storici solo in misura parziale e tenendo conto delle rettifiche straordinarie che spesso intervengono in queste circostanze.

La difficoltà di applicare nella pratica questo principio è aggravata dallo stato, spesso subottimale, delle scritture contabile delle società in difficoltà e dall'incertezza intrinseca nella formulazione di stime circa l'andamento futuro, che potrebbero rivelarsi troppo ottimiste.

Per ridurre questo rischio, la valutazione deve essere basata su un piano industriale il più dettagliato possibile, che espliciti accuratamente le ipotesi sottostanti.

## 3.3 I framework per la valutazione delle aziende in crisi

### **La valutazione d'azienda in disequilibrio economico e in crisi irreversibile:**

In un contesto di disequilibrio economico-finanziario irreversibile la redditività aziendale è del tutto compromessa e mancano prospettive di recupero dell'equilibrio finanziario.

In mancanza del postulato della continuità aziendale, l'azienda deve essere valutata come la somma dei singoli beni suscettibili di realizzo (N.B. Ciò comunque non comporta, laddove possibile, la valutazione in continuità di specifici rami).

Il contesto di riferimento diventa, quindi, quello liquidatorio e ciò avviene quando:

1. Non vi sono prospettive per riportare in positivo i flussi di cassa operativi;
2. Il procrastinarsi dell'attività genererebbe solo ulteriori costi;
3. La struttura del capitale è in una situazione di deficit patrimoniale permanente.

La liquidazione dell'azienda rappresenta quindi l'unico percorso possibile per il soddisfacimento dei debiti verso creditori terzi.

In questo contesto, la valutazione del professionista permetterà di identificare il valore di riferimento dei singoli beni da cedere, cioè il valore base per le operazioni di cessione intraprese del liquidatore.

## 4.1 La formulazione delle prospettive di risanamento e degli interventi correttivi

### **Variabili chiave nel processo di determinazione del valore**

1. Cause della crisi e loro gravità;
2. Tempo a disposizione per eseguire il risanamento, prima che la crisi sfoci in insolvenza;
3. Presenza di strategie/azioni correttive che il *management* potrebbe adottare per ottenere il risanamento e volontà di implementarle;
4. Tempo necessario per svolgere e completare tali azioni correttive;
5. Percezione dello stato di crisi da parte degli *stakeholder* interni ed esterni.

### **Assunzioni alla base della valutazione**

1. Valutazione in assenza di interventi correttivi vs. sulla base di interventi correttivi attesi;
2. Metodo valutativo utilizzato (capitale economico, valore d'investimento, valore di liquidazione);
3. Finalità della stima (liquidazione, continuità diretta/indiretta, ristrutturazione del debito, etc.)

## 4.2 La formulazione delle prospettive di risanamento e degli interventi correttivi

Assunzione alla base della valutazione	Configurazioni di valore	Finalità della stima
Assetti strategici, gestionali, strutturali (SGS) invariati	Valore del capitale economico	Liquidazione (sell side)
Assetti SGS invariati	Valore d'investimento	Liquidazione (buy side)
Assetti SGS invariati	Valore di liquidazione	Liquidazione (organi della procedura)
Assetti SGS corretti	Valore del capitale economico	Continuità diretta/indiretta (sell side)
Assetti SGS corretti	Valore d'investimento	Continuità diretta/indiretta (buy side)

Fonte: «Linee guida per la valutazione delle aziende in crisi», CNDCEC

## 5.1 La base documentale

La base documentale è l'insieme di informazioni quantitative e qualitative, sia storiche che prospettive, utilizzate dal professionista nello svolgimento della propria valutazione.

1. Pertanto, la prima fase di acquisizione della base documentale è la verifica circa la sua attendibilità. (N.B. attendibilità non è uguale a veridicità e non è compito del professionista valutatore la revisione dei dati forniti dall'impresa).
2. Seconda fase di acquisizione della base documentale è la verifica della ragionevolezza delle ipotesi e dei dati previsionali. Chiaramente, questo passaggio diventa dirimente in presenza di piani di risanamento che prevedono discontinuità significative rispetto al passato. La collaborazione con il *management* è un requisito necessario per il successo di questa attività. (N.B. anche in questo senso, l'incarico di valutazione non comprende un giudizio di fattibilità del piano. Al valutatore è solo chiesto di adottare una posizione scettica, che metta in discussione le previsioni, talvolta ingiustificatamente ottimiste, degli estensori del piano).

## 5.2 La base documentale

Sotto il profilo delle informazioni qualitative, la valutazione può essere arricchita da considerazioni in merito a:

1. Le caratteristiche dell'azienda e del suo ambiente competitivo, oltre alla sostenibilità del suo vantaggio competitivo;
2. Le caratteristiche dei soggetti finanziatori;
3. Le caratteristiche del rapporto con i partner commerciali, con i dipendenti e con gli altri *stakeholder* dai quali dipende la continuità dell'azienda;
4. L'efficienza dei processi aziendali e delle operazioni, al fine di valutare il posizionamento competitivo dell'azienda nel mercato sul piano dei costi.

## 6.1 Le condizioni di applicabilità dei metodi valutativi

Fatti gli accorgimenti di cui sopra in tema di piano di risanamento e affidabilità della base dati, i metodi di valutazione delle aziende in crisi, in quanto tali, non differiscono da quelli utilizzati per valutare le aziende *in bonis*.

Così come anche richiamati dai Principi Italiani di Valutazione, le principali tipologie di metodi valutativi sono:

1. Valutazioni di tipo patrimoniale (metodi analitici);
2. Valutazioni reddituali e finanziarie (metodi sintetici);
3. Valutazioni che esplicitano la creazione di valore (metodi misti);
4. Valutazioni per comparabili di mercato (metodi basati sui multipli);
5. Metodologie specifiche per la valutazione delle aziende in crisi.

I metodi 2 e 3 possono essere declinati in due ottiche: *asset side* e *equity side*.

In contesti di crisi, è spesso preferibile adottare un approccio *asset side* (cui si dedica attenzione nel prosieguo), poiché l'approccio *equity side* pone complicazioni sotto il profilo della normalizzazione dei flussi distribuibili ai soci.

Rimandando all'ampia letteratura in materia per qualsiasi approfondimento, nelle slide di seguito si fornisce una panoramica dei principali elementi di ciascun metodo.

## 6.2 Le condizioni di applicabilità dei metodi valutativi

### Metodi analitico-patrimoniali:

Elementi dell'attivo patrimoniale e conseguenti metodologie di valutazione:

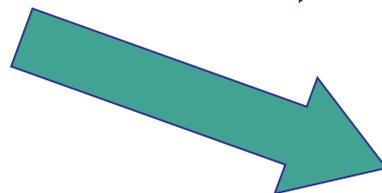
#### Elementi dell'attivo patrimoniale

##### A) BENI MATERIALI

accolti nel bilancio  
d'esercizio

##### B) BENI IMMATERIALI

dotati o meno di valore di  
mercato



#### Metodi patrimoniali

**METODI PATRIMONIALI  
SEMPLICI**

**METODI PATRIMONIALI  
COMPLESSI**

## 6.3 Le condizioni di applicabilità dei metodi valutativi

### Metodo sintetico-reddituale (asset side):

$$V_0 = \sum_{t=1}^n Ro_t (1 + io)^{-t} + VF + |Vba - PFN$$

Dove:

- $Ro_t$  sono i flussi di reddito attesi in ciascun anno t-esimo del piano;
- $i$  è il tasso di attualizzazione dei flussi reddituali;
- $VF$  è il valore terminale dell'azienda, ossia il valore derivante dai flussi di reddito previsti oltre l'orizzonte del piano;
- $Vba$  è il valore corrente dei beni accessori, determinato secondo il metodo patrimoniale;
- $PFN$  è la posizione finanziaria netta.

## 6.4 Le condizioni di applicabilità dei metodi valutativi

### Metodo sintetico-finanziario (asset side):

$$Ve = \sum_{t=1}^n Fo_t(1+io)^{-t} + VF + Vba - PFN$$

Dove:

- $Fo_t$  sono i flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa in ciascun anno t-esimo del piano;
- $i$  è il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa  $F$ ;
- $VF$  è il valore terminale dell'azienda, ossia il valore derivante dai flussi di cassa previsti oltre l'orizzonte del piano;
- $Vba$  è il valore corrente dei beni accessori, determinato secondo il metodo patrimoniale;
- $PFN$  è la posizione finanziaria netta.

## 6.5 Le condizioni di applicabilità dei metodi valutativi

### **Metodi misti (1/2):**

I metodi misti patrimoniali-reddituali stimano il valore aziendale come somma di due componenti:

Il valore patrimoniale delle attività dell'azienda, come risultante dal metodo patrimoniale;

Il valore «creato» o «distrutto», pari al valore attuale del flusso di sopra/sotto-red-diti che l'impresa oggetto di valutazione è in grado di produrre dall'impiego del proprio capitale investito.

Nella versione asset side, conosciuta anche come Economic Value Added o EVA, la formula si presenta come segue:

$$V_e = K'_0 + \sum_{t=1}^n (Ro_t - i'' K_{o,t-1}) (1 + io)^{-t} + Vba - PFN$$

Dove:

$K'_0$  è il patrimonio netto rettificato con esclusione dei beni immateriali;

$i''$  è il tasso di rendimento normale del capitale operativo investito netto;

Gli altri elementi della formula hanno lo stesso significato già visto nelle slide precedenti.

## 6.6 Le condizioni di applicabilità dei metodi valutativi

### Metodi misti (2/2): La stima autonoma del goodwill

Preferibile rispetto al metodo patrimoniale, comporta l'accertamento della sussistenza o meno di un *goodwill/badwill*:

$$W = W_p + \text{goodwill/badwill}$$



$$W = W_p + \text{goodwill}$$

Dalla condizione  
**goodwill  $\geq 0$**

consegue che

$$W_p \leq W_F \leq W_p + \text{goodwill}$$

La stima del goodwill/badwill si articola nei seguenti passaggi:

1. Determinazione del Patrimonio Netto rettificato del ramo d'azienda;
2. Determinazione del reddito normale prodotto dal ramo d'azienda;
3. Determinazione dei vari tassi di attualizzazione;
4. Determinazione dell'orizzonte temporale di riferimento.

## 6.7 Le condizioni di applicabilità dei metodi valutativi

### **Metodi basati sui multipli:**

Solitamente impiegati come strumento di controllo, i metodi basati sui multipli stimano il valore dell'impresa in funzione dei prezzi espressi dal mercato in negoziazioni private tra soggetti indipendenti tra loro.

È possibile distinguere tra moltiplicatori *asset side* e *equity side*.

#### **Multipli più frequenti *asset side* sono:**

- **EV/Revenue;**
- **EV/EBITDA;**
- **EV/Invested capital.**

#### **Multipli più frequenti *equity side* sono:**

- **P/E ratio;**
- **Price/Book ratio;**
- **Dividend yield;**
- **Price/Sales.**

## 6.8 Le condizioni di applicabilità dei metodi valutativi

### **Metodologie specifiche per la valutazione delle aziende in crisi – Opzioni reali:**

Un'espressione embrionale di tale metodo era stata proposta (Guatri 1983, p. 46) con l'indicazione del "valore di recupero", inteso come valore ottenibile in seguito all'investimento di nuovi importi. Il valore di recupero è indicato come:

$$W = (K+I)p$$

Dove: **p** è la probabilità di un esito positivo della ristrutturazione, **K** è il valore patrimoniale dell'azienda e **I** è il costo dell'investimento. Tale valore potrebbe essere anche sensibilmente superiore al valore K, al netto del badwill attuale.

**L'analisi degli scenari permette di dimostrare che, verosimilmente, nell'ipotesi attendibile di un incremento futuro del business, il valore potenziale è più elevato del valore effettivo attuale.**

## 6.9 Le condizioni di applicabilità dei metodi valutativi

### **Metodologie specifiche per la valutazione delle aziende in crisi – Il caso dell'Amministrazione straordinaria:**

Il legislatore ha esplicitamente indicato quale riferimento il metodo reddituale.

La valutazione dell'impresa in amministrazione straordinaria *«tiene conto della redditività, anche se negativa, all'epoca della stima e nel biennio successivo»* (art. 63, d. lgs. 270/1999).

Vendite di aziende in esercizio in pendenza di amministrazione straordinaria nel periodo 1999-I. sem. 2002 (dati in Lit./milioni):

N° vendite	Valore di perizia	Prezzo di realizzo
11	62.987	61.875

Fonte: Leogrande 2002, p. 15

## 6.10 Le condizioni di applicabilità dei metodi valutativi

### Metodologie specifiche per la valutazione delle aziende in crisi – Il caso delle aziende in affitto:

$$\text{canone} = \alpha W_p$$
$$WP_{t_0} - WP_{t_n} > \sum_{t=1}^n a W_{Pt}$$

In caso di affitto costante è equivalente a:

$$WP_{t_0} - WP_{t_n} > n \alpha WP_{t_0}$$

da cui

$$WP_{t_n} > (1 - n\alpha) WP_{t_0}$$

$\alpha$  è inversamente proporzionale alla deperibilità delle componenti immateriali e positivamente correlata alla differenza tra il valore reddituale e il valore patrimoniale.

L'affitto è conveniente quando il valore finale non è inferiore al valore iniziale ( $WP_{t_n} > WP_{t_0}$ ), purché il canone non sia inferiore a quanto necessario per compensare l'eventuale deperimento dell'azienda ( $a = (WP_{t_n} - WP_{t_0}) / (n WP_{t_0})$ ).

## 7. Bibliografia

- DANOVI, A. (2000), "Fallimento, valutazione e affitto di azienda", Rivista dei dottori commercialisti, 4;
- DANOVI, A. (2004), "La continuazione dell'esercizio d'impresa tra vincoli giuridici e tematiche valutative", La valutazione delle aziende, 35(4);
- DANOVI, A. (2003), "Crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano", Milano, Giuffrè;
- DANOVI, A. (2021), "Risanamento e crisi d'impresa nel sistema italiano", Milano, Giuffrè;
- GUATRI, L. (1986), "Crisi e risanamento delle imprese", Milano, Egea;
- GUATRI, L. (1995), "Turnaround: declino e ritorno al valore", Milano, Egea;
- GUATRI, L., BINI, M. (2007), "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", Milano, Egea;
- LANDRIANI L. (2011), La valutazione strategica delle aziende in perdita, in: POZZOLI S. "Valutazioni d'azienda, Milano, IPSOA, pp.246-258
- ONESTI T., ROMANO, S. (2014), Le problematiche valutative delle aziende in crisi, in LIBERATORE G. et al, "La valutazione delle aziende in crisi", Milano, Giuffrè, pp. 189-220
- ZANDA F., LACCHINI M., ONESTI T.,(2013), "La valutazione delle aziende", Torino, Giappichelli.



Grazie per l'attenzione