

Gestione della crisi d'impresa: valutazioni economiche necessarie

Parere dell'esperto

Crisi d'impresa e valutazione d'azienda

di **Fabrizio Garofoli**

Head of Insolvency - Bernoni
Grant Thornton

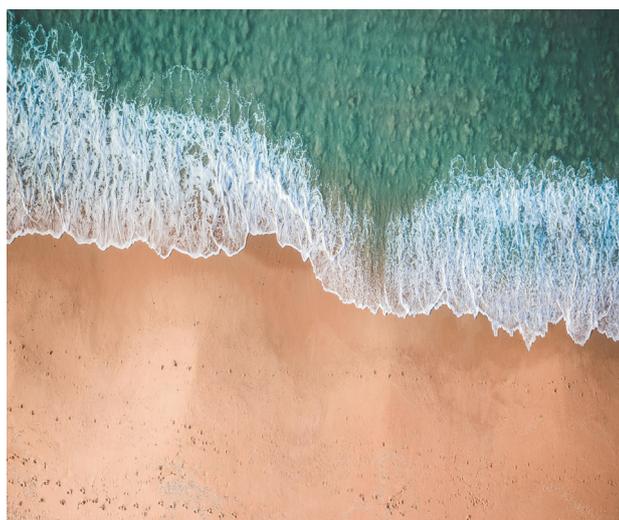
La disciplina della crisi d'impresa presenta molteplici connessioni con il processo di stima dell'azienda.

I percorsi di risanamento, sia giudiziali che stragiudiziali, in continuità e non, prevedono spesso soluzioni come la cessione dell'impresa o anche l'affitto della stessa ad un soggetto terzo, in grado di proseguire l'attività salvaguardandone il valore mediante la cd. continuità indiretta.

In questo perimetro vi è quindi la necessità di definire il "valore dell'azienda" e, conseguentemente, effettuare una valutazione in un contesto differente da quello di normale operatività.

Nella prassi, i motivi principali che spingono alla valutazione dell'impresa in crisi da parte di un Esperto, sono quelli di...

continua all'interno



Overview

Valutazioni di aziende in crisi

di **Giulio Tedeschi**

Partner - Bernoni Grant Thornton

Il tema delle valutazioni del capitale economico di una entità generalmente conduce alle operazioni di acquisizioni e ancor più alle operazioni di crescita e di sviluppo. L'economia di mercato degli ultimi periodi (COVID - contesto geopolitico e guerre - ecc.) porta l'evidenza di come la crisi di mercato possa rappresentare un fenomeno diffuso e fisiologico. Il legislatore con la riforma introdotta dal codice della crisi l'impresa (d.lgs.14/2019 e successive modifiche) ha pensato a interventi strutturali per il recupero in continuità delle imprese in crisi a salvaguardia del valore non solo economico delle imprese medesime. Giova da subito ricordare che per "crisi" deve intendersi...

continua all'interno

Approfondimento

Il contesto di "crisi": le possibili variabili incidentali nell'estensione della metodica finanziaria del DCF

di **Leonardo Fortunato**

Director - Bernoni Grant
Thornton

Al processo valutativo, qualunque sia il contesto di riferimento e a prescindere dall'oggetto di analisi, è connaturato, come noto, un certo rischio endemico concernente la bontà delle assunzioni poste (nella maggior parte dei casi correlate all'estensione della metodologia valutativa applicata) e dei, conseguenti, risultati derivati. Rischio, il cui compito di diversificazione dello stesso, è posto in capo al c.d. Esperto, il quale attraverso la propria ragionevolezza, indipendenza e professionalità nonché alla...

continua all'interno





Overview

Valutazioni di aziende in crisi

di **Giulio Tedeschi**

Partner - Bernoni Grant Thornton

Il tema delle valutazioni del capitale economico di una entità generalmente conduce alle operazioni di acquisizioni e ancor più alle operazioni di crescita e di sviluppo.

L'economia di mercato degli ultimi periodi (COVID – contesto geopolitico e guerre - ecc.) porta l'evidenza di come la crisi di mercato possa rappresentare un fenomeno diffuso e fisiologico. Il legislatore con la riforma introdotta dal codice della crisi l'impresa (d.lgs.14/2019 e successive modifiche) ha pensato a interventi strutturali per il recupero in continuità delle imprese in crisi a salvaguardia del valore non solo economico delle imprese medesime.

Giova da subito ricordare che per “crisi” deve intendersi *“lo stato del debitore che rende probabile l'insolvenza e che si manifesta con l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi 12 mesi”* (art. 2, co. 1, lett. a) del CCCII).

Viceversa, per “insolvenza” deve intendersi *“lo stato del debitore che si manifesta con inadempimenti o altri fatti esteriori, i quali dimostrano che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni”* (art. 2, co. 1, lett. b) del CCCII)¹.

Sinteticamente, queste due definizioni, secondo una lettura normativa, stanno a indicare che la “crisi” costituisce un momento patologicamente anteriore all'insorgere dell'“insolvenza”. Come tale è una situazione in cui si può - e si deve - intervenire per cercare di risolvere la situazione di crisi e non incorrere irrevocabile situazione di insolvenza (che fisiologicamente conduce alla liquidazione giudiziale). L'individuazione dei più opportuni strumenti per una salvaguardia dell'impresa in crisi finalizzata al risanamento e alla continuità passa attraverso strumenti normativi che richiedono lo svolgimento delle valutazioni di cui qui si discute.

In altri termini le valutazioni di cui sopra rilevano anche nell'ambito della crisi di impresa a supporto degli strumenti che il legislatore ha previsto per organizzare il superamento della crisi, finalizzata al conseguimento di un riequilibrio della posizione patrimoniale economica e finanziaria dell'impresa.

La dottrina più qualificata ha affrontato immediatamente questo aspetto evidenziando come *“... le conseguenze della crisi di impresa possono essere più o meno gravi in relazione a quanto tempestivamente è diagnosticato e a come è gestita”*².

¹ La norma induce a una lettura di carattere prettamente finanziario: l'inadeguatezza dei flussi finanziari ovvero l'impossibilità di far fronte al pagamento delle proprie obbligazioni. Non può però essere però sottaciuta l'affermazione comprovata secondo la quale oggettivamente una crisi finanziaria è una conseguenza di una crisi economica; come tale quest'ultima è temporalmente anteriore e anticipa quella finanziaria.

² In tal senso M. Bini *“Le valutazioni delle aziende in crisi”* EGEA 2025.



Le valutazioni rilevano quindi non solo come strumento tecnico a supporto degli istituti di risanamento previsti dal CCII, ma anche quale strumento di gestione consapevole poiché una valutazione informata dell'azienda in crisi può rappresentare uno strumento decisivo di diagnosi e di gestione del declino in un'ottica di salvaguardia.

Non solo per diagnosticare la gravità della crisi, ma per individuarne le cause: una valutazione nella fase di gestione della crisi deve, infatti, avere come scopo quello di individuare l'effettivo valore dell'attivo aziendale, punto di partenza (ma in prospettiva anche di arrivo) per la risoluzione della crisi.

Il ruolo del valutatore, poi, oltre a individuare la particolare finalità della valutazione impone una riflessione sull'indipendenza professionale; indipendenza, in linea di principio, sia dagli interessi di parte, sia dall'analisi dei piani di ristrutturazione che possono soffrire di distorsioni ma che rappresentano il punto di partenza quali fondamenta degli interventi da prendere a riferimento per le valutazioni.

In questo numero verrà pertanto sviluppato il pensiero dell'esperto (dott. Fabrizio Garofoli) che svilupperà l'analisi analitica delle fattispecie ove il legislatore del CCII richiede espressamente l'intervento di un esperto per lo svolgimento di valutazioni asservite alle distinte plurime procedure.

Seguirà inoltre un approfondimento (dott. Leonardo Fortunato) che avrà per oggetto l'analisi delle possibili metodologie di valutazione da attivare nello specifico contesto delle imprese in crisi finanziaria. Tenendo in debito conto criticità, prospettive e concreta applicabilità delle metodologie.

Per concludere, un'ultima riflessione sul tema che coinvolge i professionisti della nostra organizzazione chiamati a cimentarsi su queste tematiche. Quali i percorsi da compiere per poter svolgere una valutazione delle aziende in crisi? La prassi individua almeno quattro fasi: (i) l'analisi dello Stato di crisi, (ii) l'architettura dell'impianto valutativo, (iii) l'analisi del piano di risanamento, (iv) le metodiche di valutazione da scegliere ed applicare³. In particolar modo con riguardo all'ultima fase non deve essere sottaciuto che il valutatore deve innanzitutto considerare i rischi in relazione alle diverse configurazioni di valore oggetto della stima. Infatti, un'impresa in crisi richiede generalmente una ristrutturazione operativa e come tale più o meno intensa e rischiosa. L'approccio alla valutazione deve identificare bene il percorso attraverso il quale l'impresa intende realizzare la ristrutturazione. Da qui il rischio del piano in sé e il rischio di insuccesso del piano.



Il rischio in sé è riflesso in tutte le configurazioni di valore che vengono adottate e che si fondono su una prospettiva di continuità (valore recuperabile).

Il rischio di insuccesso viceversa è riflesso solo in alcune configurazioni di valore che si fondono su una prospettiva “mista” ovvero che può presupporre la riuscita e la realizzazione del piano (sia pur con diversi esiti possibili), ma anche una valutazione che presuppone una liquidazione della società.

Aspetti tutti questi che devono essere attentamente ponderati in quanto per questa tipologia di valutazione non sono automaticamente applicabili i modelli e le metodologie che caratterizzano la generalità delle valutazioni. È, infatti, più difficile trovare riscontri con valori di mercato o con attività comparabili e così pure elementi utili per stimare un costo di rimpiazzo.

Pur sempre un’attività “professionale” di natura interdisciplinare che richiede un elevato grado di attenzione.

³ OIV – Organismo Italiano di valutazione - Discussion paper n.1/25: “La valutazione delle aziende in crisi”



Il parere dell'esperto

Crisi d'impresa e valutazione d'azienda

di **Fabrizio Garofoli**

Head of Insolvency - Bernoni Grant Thornton

La disciplina della crisi d'impresa presenta molteplici connessioni con il processo di stima dell'azienda.

I percorsi di risanamento, sia giudiziali che stragiudiziali, in continuità e non, prevedono spesso soluzioni come la cessione dell'impresa o anche l'affitto della stessa ad un soggetto terzo, in grado di proseguire l'attività salvaguardandone il valore mediante la cd. continuità indiretta.

In questo perimetro vi è quindi la necessità di definire il "valore dell'azienda" e, conseguentemente, effettuare una valutazione in un contesto differente da quello di normale operatività.

Nella prassi, i motivi principali che spingono alla valutazione dell'impresa in crisi da parte di un Esperto, sono quelli di individuare il valore: (i) di cessione; (ii) del congruo canone d'affitto; (iii) di cessione in un ipotetico scenario di liquidazione giudiziale (sia esso mediante cessione dell'intero compendio aziendale o dei singoli asset); (iv) riservato ai soci al termine del risanamento; (v) in ipotesi di operazioni straordinarie.



In tali circostanze, la valutazione effettuata dall'Esperto assume una duplice valenza: da un lato, rappresenta una stima del valore generato dal buon esito della manovra di risanamento predisposta dall'imprenditore; dall'altro, costituisce un elemento informativo rilevante per il ceto creditorio, al fine di agevolare una consapevole valutazione della convenienza economica e finanziaria della proposta formulata dal debitore.

Nella propria attività valutativa, l'Esperto deve operare in condizioni di indipendenza, adottare un adeguato scetticismo professionale, analizzare le assunzioni poste alla base del Piano, analizzare l'attività svolta dall'attestatore o dal soggetto incaricato dell'IBR e, qualora ritenga sussistano ulteriori elementi non considerati nel Piano, apportare gli opportuni aggiustamenti.



A titolo esemplificativo, la valutazione di un'azienda in crisi deve considerare le variabili endogene, come ad esempio: la potenziale perdita di risorse chiave, l'evoluzione del rapporto con i fornitori strategici, le condizioni contrattuali sottoposte ai clienti e le variabili esogene, come ad esempio: le dinamiche del settore di riferimento e l'andamento del mercato, che potrebbero influenzare la sostenibilità della manovra di risanamento.

La valutazione

I Principi Italiani di Valutazione richiedono all'Esperto di esprimere nel proprio elaborato:

- la finalità
- l'oggetto
- l'unità
- la configurazione del valore
- la data

A parere di chi scrive, nell'ambito della valutazione delle aziende in crisi, una volta chiariti i presupposti sopra elencati, risulta fondamentale che l'Esperto, nell'esposizione del proprio iter logico argomentativo, si soffermi e rifletta con attenzione in merito al quesito, se la valutazione di un'impresa in crisi deve essere effettuata in funzione del *trend* storico, oppure della situazione attuale o del Piano industriale prospettico che comprende la manovra di risanamento.

Il valutatore è tenuto a considerare e analizzare congiuntamente tutti e tre i momenti temporali, riconoscendo che l'ultimo – rappresentato dal Piano prospettico – costituisce uno scenario potenziale, nel quale i dati risultano prevalentemente derivanti da stime. Il *trend* storico, nella maggior parte dei casi, non può essere assunto quale unico parametro di riferimento, in quanto i risultati conseguiti potrebbero riflettere una struttura societaria profondamente diversa da quella attuale e da quella a risanamento avvenuto (sono comunque dati fondamentali su cui porre l'attenzione). Risulta dunque essenziale, nell'analisi dei risultati, individuare la fase del ciclo di vita in cui l'impresa si colloca nella fase valutativa, nonché le variabili che hanno consentito alla stessa il conseguimento delle *performance* rilevate. È, quindi, di fondamentale importanza comprendere se la propria valutazione deve essere impostata secondo una logica *as is* o *to be*.

Nel primo caso, la valutazione non tiene conto delle assunzioni poste alla base della manovra di risanamento, fotografa la società nella situazione in cui la stessa si trova, operando degli aggiustamenti al fine di individuare con puntualità il perimetro oggetto di potenziale cessione.

Nel secondo caso, invece, il valutatore deve considerare il valore in funzione dell'esecuzione della manovra di risanamento e porre l'attenzione sulle assunzioni alla base della stessa.



A parere di chi scrive, è di fondamentale importanza quantificare il rischio che l'ipotizzata manovra si possa discostare da quella preventivata nel corso degli esercizi (rischio di *execution*), analizzare come le variazioni possano influenzare il piano e se l'impresa ha previsto eventuali correttivi in grado di far rispettare la strategia originaria (risultano quindi fondamentali scenari di *stress test*, analisi di sensitività e l'appostazione di Fondi rischi generici nel piano di risanamento). Assumendo, inoltre, che il Piano possa presentare un aumento del grado di incertezza con il passare del tempo (arco temporale del Piano), è opportuno definire un tasso di attualizzazione incrementale differente per ogni singolo esercizio futuro.

Con riguardo all'individuazione e alla quantificazione dei rischi - attività che incide direttamente sulla determinazione del tasso di attualizzazione da adottare (sia esso il WACC o il costo del capitale proprio, K_e) - l'Esperto è tenuto a prestare particolare attenzione al rischio di *double counting*, considerando che le manovre di risanamento elaborate in contesto di crisi incorporano assunzioni di carattere prudenziale, pertanto, i dati a sua disposizione riflettono stime già formulate in tal senso.

**Get exclusive content.
Follow us on**





Approfondimento

Il contesto di “crisi”: le possibili variabili incidentali nell’estensione della metodica finanziaria del DCF

di **Leonardo Fortunato**

Director – Bernoni Grant Thornton

Al processo valutativo, qualunque sia il contesto di riferimento e a prescindere dall’oggetto di analisi, è connaturato, come noto, un certo rischio endemico concernente la bontà delle assunzioni poste (nella maggior parte dei casi correlate all’estensione della metodologia valutativa applicata) e dei, conseguenti, risultati derivati. Rischio, il cui compito di *diversificazione* dello stesso, è posto in capo al c.d. Esperto, il quale attraverso la propria ragionevolezza, indipendenza e professionalità nonché alla minimizzazione di possibili variabili assunte “acriticamente” (ovvero scevre da elementi di *documentabilità*), deve tendere quanto più gli/le è possibile a risultati pertinenti, riconoscibili e congrui, tenuto conto dell’asset informativo a sua disposizione e del correlato contesto micro e macro-economico presente (e verosimilmente prevedibile).

In un contesto di “crisi”, che come già ricordato attiene “*lo stato di difficoltà economico-finanziaria che rende probabile l’insolvenza del debitore, e che per le imprese si manifesta come inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate*”, l’Esperto assume un ruolo chiave in quanto gli/le è attribuito il ruolo di quantificare sotto un profilo economico-finanziario scenari

prospettici o liquidativi d’azienda (in taluni casi anche di singoli assets), dalle cui risultanze dipende il possibile soddisfacimento dei correlati stakeholders (soci, creditori, finanziatori) nonché la scelta della migliore opzione strategica sotto un profilo procedurale (e.g., cessione, liquidazione).

Ricordato pertanto il ruolo essenziale dell’Esperto, seppur a carattere molto generale, è bene quindi evidenziare quali possono essere le variabili principali che insidiano l’esecuzione di un corretto espletamento delle metodologie nonché dell’identificazione dei correlati sottostanti, in un contesto di valutazione d’azienda in “crisi”.

Metodiche valutative

Come ricordato anche dall’OIV, nell’ultimo *discussion paper* (n. 1/25) per la valutazione delle aziende in crisi, non devono ritrovarsi particolari e specifiche metodiche valutative, in quanto i “tradizionali” metodi – adattabili nelle varie e differenti possibili varianti – assurgono, in linea di principio, il compito di determinazione valoriale dei complessi aziendali, anche in un contesto di “crisi”.

Seppur vero che le tradizionali metodiche (i.e., *Income approach*, *market approach*, *cost approach*) trovano pacificamente agio anche nei contesti di “crisi”, anche per motivi di sintesi, nel proseguo ci si riferirà ai principali punti da attenzionare in ipotesi di applicazione di metodiche basate sui flussi finanziari (c.d. *Discounted Cash Flow Method*), in un contesto di possibile *continuità aziendale* accertato lo stato di crisi, in quanto ritenute maggiormente applicabili e utilizzate nei contesti qui in analisi.



Principali punti da attenzionare in caso di DCF Method

Come ben sintetizzato dall'OIV (documento menzionato sopra), in un contesto applicativo di metodiche correlate ai flussi di cassa, i principali punti da attenzionare per l'Esperto risultano essere "essenzialmente" i seguenti:

- **I rischi insiti nel piano industriale asservito al progetto di ristrutturazione aziendale:**

preliminarmente giova ricordare che l'elaborazione di un piano industriale è parte fondamentale di un processo di ristrutturazione aziendale volto alla continuità del medio-lungo termine (*"Il piano identifica il percorso attraverso il quale l'azienda intende realizzare la ristrutturazione"*). Sotto un'ottica preminentemente valutativa, l'elaborazione di un piano industriale – in un tale contesto – soffre in particolare di diversi rischi insiti che possono essere così riassunti: A) il rischio tipico di un piano industriale che è generalmente connotato essenzialmente al i) rischio sistematico (ed in astratto difficilmente diversificabile), ii) al rischio di scenario (i.e., determinazione dei flussi in base a specifiche assunzioni) ed iii) al rischio di *execution* ovvero quando il piano stesso prevede specifiche iniziative / strategie da intraprendere. Tali rischi, come ben ricordato anche dall'OIV, devono essere tenuti in debita considerazione da parte dell'Esperto sia in relazione ad una preliminare analisi volta a valutare la corretta costruzione (di fondo) del piano stesso ed anche soprattutto, nella ponderazione di un adeguato tasso di sconto che possa propriamente sintetizzare tali rischi tenuto

conto sempre delle specificità oggetto di analisi. Altro rischio intrinseco è la probabilità di insuccesso del piano stesso che a sua volta deve essere ponderato nelle variabili sottese all'attualizzazione dei flussi di riferimento (e.g., rafforzando il tasso di sconto mediante specifici tassi o procedendo in via autonoma ad un calcolo di stima circa la probabilità di *default* del piano stesso).

- **L'identificazione di un appropriato tasso di sconto dei flussi derivanti dal piano:** come noto, al di là dei possibili scenari di "crisi", l'identificazione di un appropriato tasso di sconto gioca sempre un ruolo fondamentale per la corretta determinazione del valore attuale dei flussi attesi. Sempre per ragioni di sintesi, si ritiene poter evidenziare due delle principali macro-componenti che devono essere alla base di una costruzione di un tasso di sconto: i) la prima senza dubbio è quella riferibile alle "fondamenta" ovvero alle variabili che sintetizzano il rischio sistematico e "generico di mercato" che nella maggior parte dei casi viene costruito mediante un approccio CAPM; ii) la seconda è quella riferibile all'individuazione di tutti quei tassi "aggiuntivi" mirati a *taylorizzare* la scontistica da applicare al caso d'uso (si pensi al riferimento precedente ovvero il riferimento al rischio di scenario e/o di *execution* e/o di insuccesso del piano).



Nella costruzione delle già menzionate due macro-componenti è bene evidenziare che molto spesso – complice anche l’approccio prudenziale che l’Esperto deve avere in tali contesti – si rischia facilmente un c.d. *double counting* nella valutazione di un medesimo rischio (e.g., un rischio di scenario valorizzato anche nel rischio di *execution*).

- **La stima del c.d. Terminal Value:** il c.d. terminal value è sicuramente un ulteriore valore da determinare con cura e attenzione (generalmente grossa parte delle risultanze valutative dipendono da tale variabile). In un contesto come quello di “crisi”, molto probabilmente non sarà sufficiente determinarlo su base “storica” quanto piuttosto – come consigliato anche dall’OIV – sarà necessario determinarlo in via analitica. Difatti, molte delle variabili prese a riferimento per la determinazione dei flussi pluriennali possono subire significativi stravolgimenti in una prospettiva “indeterminata” e quindi di ritorno alla stabilità funzionale e quindi “reddituale”. Si pensi a titolo di esempio, l’assestamento della componente ricavi o più specificatamente l’effetto dei CAPEX di lungo periodo (a fronte di investimenti già effettuati nel corso del piano, i quali non necessitano di investimenti ripetitivi di rilievo) od anche alle variabili fiscali (e.g., utilizzo di perdite fiscali pregresse ad abbattimento dei redditi futuri).

Oltre naturalmente a quanto sopra, qui brevemente evidenziato, è di tutta evidenza che l’Esperto, sempre in una logica di *Income approach* (i.e., DCF), debba tenere in considerazione anche altri aspetti sempre con il fine ultimo di determinare un valore quanto più puntuale e oggettivo (si pensi a titolo di esempio alla variabile finanziaria del piano sia con effetto sui flussi sia con riferimento sul tasso di sconto, o alla contrattualistica in un contesto di “crisi” sottesa alla generazione dei ricavi o anche alla “rigenerata” movimentazione del capitale netto circolante). È suggeribile, laddove applicabile, che le risultanze delle analisi vengano inoltre comprovate dall’applicazione di una metodica valutativa alternativa (e.g., metodo dei multipli con tutte le accortezze del caso che l’applicazione di tale metodologia richiede specialmente in un contesto di crisi) volta a confermare le risultanze derivanti dal metodo principale prescelto.

Considerazioni conclusive

L’applicazione metodologica e la scelta delle sottese e correlate variabili rilevanti rappresentano processi chiave che l’Esperto – anche e soprattutto in un contesto di “crisi” – è tenuto ad affrontare nell’estensione di un proprio “progetto” valutativo. In un contesto di non normale svolgimento d’azienda, l’attenzione a peculiari e precipui aspetti - endogeni ed esogeni nel contesto di “crisi” - è parte chiave al raggiungimento di coerenti e ragionevoli risultanze valutative. L’Esperto, nell’estensione della propria metodologia (come, ad esempio, nel caso del DCF), è chiamato a valorizzare rischi e scenari differenti che necessitano, pertanto, di interventi mirati ed atti a ponderare variabili “aggiuntive” e di dubbia prevedibilità.



**Different is what
we do**