

**LA VALUTAZIONE
DELLE AZIENDE IN
CRISI: SPUNTI E
RIFLESSIONI**

Documento del 31 luglio 2015

F

N

C

Sommario: 1. Introduzione. – 2. Elementi di inquadramento generale. – 3. Individuazione della crisi nella prassi professionale. – 4. La valutazione delle aziende in crisi: elementi di attenzione. – 5. La relazione di valutazione. – 6. Osservazioni di sintesi.

1. Introduzione

La valutazione delle aziende in crisi rappresenta spesso la sintesi di considerazioni assai articolate, stante in primo luogo lo stato di incertezza operativa in cui può trovarsi l'organizzazione al momento in cui viene effettuata la stima. Tale giudizio richiede, quindi, spesso una preliminare attività di approfondimento e ponderazione dei diversi possibili scenari; nell'opinione di Damodaran, uno dei più conosciuti esperti di valutazione a livello mondiale, la valutazione delle aziende in crisi risulta una delle operazioni di *business valuation* più complesse in assoluto (Damodaran 2009).

L'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) nella sua recente pubblicazione dei Principi Italiani di Valutazione ha optato per differire la previsione di disposizioni tecniche sulla materia, con l'intendimento di produrre prima dei documenti di studio (OIV 2014), mentre i Principi di valutazione internazionale non considerano tale specifica casistica, poiché il proprio *focus* concerne, di fatto, le valutazioni in condizioni non "patologiche" (IVSC 2013).

Ciò detto, le valutazioni delle aziende cosiddette in "crisi" si verificano di sovente nella pratica, poiché la crisi -intesa, in via funzionale al documento e come avremo meglio di definire in seguito, quale stadio di difficoltà economica- è una fase spesso naturale nel percorso di vita dell'azienda (Guatri 1995), che richiede particolare attenzione da parte sia dell'imprenditore sia degli *stakeholder*.

La conoscenza stessa dell'esistenza di una crisi aziendale è, infatti, una circostanza di cui i soggetti chiamati a interagire dovrebbero prendere conoscenza e/o essere messi a conoscenza in modo tempestivo. Dal punto di vista dell'interlocutore esterno, tale comprensione è preziosa, anche perché è noto che gli atteggiamenti imprenditoriali più nocivi possono essere effettuati proprio nella fase conclusiva dell'operatività (Caramiello 1968).

Ancora, la valutazione di un'azienda in crisi dovrebbe essere una pratica quasi ordinaria per coloro che -internamente all'azienda- sono chiamati a prendere decisioni economiche sul futuro dell'organizzazione. Per i soggetti interni la presa di coscienza dell'esistenza di una crisi aziendale è, infatti, fondamentale per porre in essere adeguate operazioni di reazione, al fine di invertire il *trend* o limitare gli effetti negativi.

L'analisi sulla valutazione delle aziende in crisi è, in ultimo, particolarmente utile per il collegio sindacale chiamato a vigilare sul corretto funzionamento dell'attività aziendale e a esprimere le proprie considerazioni sul danneggiamento del patrimonio aziendale, per esempio, anche nel momento in cui l'organo esecutivo sia intenzionato a porre in essere particolari operazioni al fine di risanare o dismettere l'attività aziendale (CNDCEC 2015). Allo stesso tempo, anche i revisori prestano particolare attenzione a tale casistica in funzione della verifica della corretta presentazione della situazione aziendale nella rendicontazione finanziaria.

Il presente contributo, a tal fine, esamina, anzitutto, brevemente, la “crisi” in una prospettiva di inquadramento concettuale degli elementi valutativi di base. Il passaggio successivo consiste nell’individuare in modo sintetico quelli che sono ritenuti i principali fattori da tenere in considerazione nel processo di valutazione, formulando alcune osservazioni anche sulle metodiche di valutazione adottabili. In ultimo, si producono alcune riflessioni da evidenziare nella relazione di stima, giungendo a sintesi conclusive che pongono a sistema quanto detto in precedenza.

2. Elementi di inquadramento generale

Lo stato di crisi è un tema noto alla dottrina commercialistica e alla prassi professionale sia a livello nazionale che internazionale. Diverse sono, tuttavia, le prospettive a seconda che il fenomeno sia analizzato dal punto di vista aziendalistico o giuridico (Ferraro 2014).

In particolare, gli studi che focalizzano l’attenzione sull’azienda intendono essenzialmente la crisi d’azienda come un venire meno delle circostanze che determinano in senso dinamico l’equilibrio economico e finanziario. Nello sostanza, la crisi identifica, in questa prospettiva, la negazione delle condizioni necessarie per garantire una prospettiva di continuità economica a valere nel tempo, generando “disordine” nella dinamica della realtà aziendale (Cestari 2009).

Taluni studiosi intravedono nella crisi operativa il fenomeno più pericoloso, determinando “rovinose perdite economiche e di valore del capitale, con conseguenti dissesti nei flussi finanziari, perdita della capacità di ottenere finanziamenti creditizi per un crollo di fiducia da parte della comunità finanziaria, ma anche da parte dei clienti e fornitori, innescando così, un pericoloso circolo vizioso” (Guatri 1995). La crisi aziendale è, in sostanza, prettamente da studiare nella dinamica prospettica di natura operativa. Una forte perdita finanziaria dovuta a un investimento speculativo (per esempio, nei fantomatici strumenti derivati), seppur rischi di rendere insolvente l’azienda, non identifica una “crisi economica”, laddove ovviamente tale realtà goda di buona salute economica. A questo scopo, si tenga in considerazione che già da tempo esistono istituti giuridici (soprattutto nelle procedure concorsuali) in cui l’oggetto della valutazione è l’azienda slegata dall’assetto societario –per es., affitto d’azienda (art.104-bis, Legge Fallimentare) o dismissione dell’azienda di società fallite (art.105, Legge Fallimentare).

Il fenomeno della crisi economica può, quindi, anticipare l’“insolvenza”, intesa come incapacità di far fronte a livello finanziario ai propri impegni, anche se concettualmente se ne discosta in modo sostanziale.

In un’ottica più estesa -ed evolutiva con riferimento al ruolo sociale ricoperto dall’azienda- la crisi è riconosciuta anche come l’incapacità dell’impresa di soddisfare le obbligazioni contratte con i propri *stakeholder*, rendendo impossibile una corretta gestione (Buttignon 2008). Non è in realtà agevole determinare un percorso che identifichi in un momento preciso l’insorgenza della crisi.

Recente autorevole dottrina aziendalistica ha definito la crisi come una “fase” di disequilibrio che rende non possibile in modo sistematico adempiere in un’ottica prospettica tramite l’attività ordinaria le obbligazioni assunte (Quagli 2014).

Anche tale orientamento, tuttavia, seppur identifichi uno stadio potenzialmente antecedente la “grave insolvenza”, concentra la propria attenzione su una situazione irreversibile dell’attività aziendale. La fase della crisi aziendale sembrerebbe comprendere –a parere di chi scrive- anche la manifestazione di quei molteplici eventi, interni e/o esterni, che rendono alquanto probabile l’insorgere di una situazione di disequilibrio strutturale per la gestione economica futura (Pacchi Peducci 1998). In sostanza, il presupposto da cui parte la presente analisi è che possano essere definiti processi di risanamento per riprodurre un percorso di equilibrio economico, ossia che la crisi sia una fase reversibile, potenzialmente risanabile tramite l’attività svolta (Landriani 2011).

Qualora la tensione finanziaria porti a una patologica incapacità dell’azienda di coprire i propri impegni ci troviamo in una situazione di dissesto (Bertoli 2000).

3. Individuazione della crisi nella prassi professionale

Non esiste, come già detto, un momento preciso in cui si può stabilire l’origine dello stati di crisi, soprattutto perché tale situazione deve essere studiata caso per caso, potendo emergere in diversi contesti, anche in funzione delle condizioni a cui è soggetta l’impresa.

Dal punto di vista prettamente aziendalistico, l’emersione della crisi non può che essere identificata per mezzo di una serie di circostanze di diversa natura che portano a presumere un momento di difficoltà nell’esercizio dell’impresa che necessita di essere esaminato e sul quale devono essere impostate le operazioni di reazione.

A tale fine, Altman, per esempio, ha previsto una formula (nota anche come “Z score”) –per sua stessa natura non può che essere semplificativa e che, infatti, è stata oggetto di applicazioni specifiche e dettagliate nel corso degli anni da parte dell’Autore - per la previsione di eventuali fallimenti di imprese manifatturiere. La formula originaria è la seguente:

$$Z = 1.2X1 + 1.4X2 + 3.3X3 + 0.6X4 + 0.99X5$$

laddove

X1 = capitale circolante/ attività totali

X2 = utili portati a nuovo/ attività totali

X3 = EBIT/ attività totali

X4 = valore di mercato del patrimonio/debiti

X5 = fatturato/attività totali

La lettura della formula ipotizzava che le società con un “Z-score” inferiore a 1,8 avevano una probabilità di fallire, mentre le società con uno score pari almeno a 3 si trovavano in una situazione non rischiosa. Le società che esprimevano un valore compreso tra 1,8 e 3 erano in una situazione di incertezza sulla continuità operativa (Altman 1968).

Ciò detto, la prassi aziendale a livello nazionale e internazionale ha sviluppato in tempi più recenti riferimenti di processo e di contenuto per poter tempestivamente monitorare e reagire, soprattutto nell'ottica dei controlli, alle situazioni di incertezza di operatività futura (*going concern*).

In questa prospettiva, uno degli strumenti sintetici di indagine più considerati, anche se specificamente indirizzati all'analisi della presenza della continuità aziendale è l'ISA 570, *Going concern*, recepito nella sua forma ancora *non-clarified* dal Principio di revisione internazionale (ISA Italia) 570, Continuità aziendale.

Tabella 1 – Indicatori di individuazione della crisi aziendale nella sua declinazione di continuità aziendale

Indicatori finanziari

- situazione di *deficit* patrimoniale o di capitale circolante netto negativo;
- prestiti a scadenza fissa e prossimi alla scadenza senza che vi siano prospettive verosimili di rinnovo o di rimborso; oppure eccessiva dipendenza da prestiti a breve termine per finanziare attività a lungo termine;
- indicazioni di cessazione del sostegno finanziario da parte dei finanziatori e altri creditori;
- bilanci storici o prospettici che mostrano *cash flow* negativi;
- principali indici economico-finanziari negativi;
- consistenti perdite operative o significative perdite di valore delle attività che generano *cash flow*;
- mancanza o discontinuità nella distribuzione dei dividendi;
- incapacità di saldare i debiti alla scadenza;
- incapacità nel rispettare le clausole contrattuali dei prestiti;
- cambiamento delle forme di pagamento concesse dai fornitori dalla condizione “a credito” alla condizione “pagamento alla consegna”;
- incapacità di ottenere finanziamenti per lo sviluppo di nuovi prodotti ovvero per altri investimenti necessari.

Indicatori gestionali

- perdita di amministratori o di dirigenti chiave senza riuscire a sostituirli;
- perdita di mercati fondamentali, di contratti di distribuzione, di concessioni o di fornitori importanti;
- difficoltà nell'organico del personale o difficoltà nel mantenere il normale flusso di approvvigionamento da importanti fornitori.

Altri indicatori

- capitale ridotto al di sotto dei limiti legali o non conformità ad altre norme di legge;
- contenziosi legali e fiscali che, in caso di soccombenza, potrebbero comportare obblighi di risarcimento che l'impresa non è in grado di rispettare;
- modifiche legislative o politiche governative dalle quali si attendono effetti sfavorevoli all'impresa.

Fonte: MEF, Principio di revisione internazionale (ISA Italia) 570, Continuità aziendale, par.A2.

Lo schema sopra richiamato induce, senza alcuna presunzione di esaustività, ad effettuare alcune osservazioni schematiche sugli ordini di fattori che, nell'ottica esterna ed interna, possono portare la prassi commercialistica ad individuare azioni reattive allo stato in cui verte l'organizzazione.

Anzitutto, la crisi evidenzia un insieme di fattori di diversa natura. È difficile, quindi, poter articolare -anche nella logica del revisore- un giudizio sulla crisi, partendo dalla presenza di un indicatore o una sola classe di indicatori.

In aggiunta, gli indicatori rappresentano “sintomi” presuntivi di una situazione di difficoltà, non sicuramente evidenze certe di una crisi.

Nello specifico, poi, occorre soffermarsi sugli indicatori contabili (“*financial indicators*”), spesso considerati come elementi di riferimento per l'analisi della difficoltà aziendale e campanelli di allarme di un disequilibrio in atto (CNDC 2005). Nel caso in cui tale analisi sia condotta da un soggetto esterno, il riferimento principale non può che essere il bilancio annuale (d'esercizio o consolidato) o il bilancio infrannuale (relazioni infrannuali) nonché gli altri dati ufficiali di corredo agli stessi. Nella previsione dello studio dei bilanci delle società chiuse particolare rilevanza è posta all'analisi, laddove esistente, della relazione sulla gestione, considerato che questa, a partire dai bilanci dell'esercizio 2008, è tenuta a presentare “[...] *nella misura necessaria alla comprensione della situazione della società e dell'andamento e del risultato della sua gestione, gli indicatori di risultato finanziario e, se del caso, quelli non finanziari pertinenti all'attività specifica della società [...]*” (CNDCEC 2009, IRDCEC 2008). Tuttavia, si è già avuto modo di evidenziare, l'analisi della crisi si fonda soprattutto su considerazioni prospettiche e i dati consuntivi potrebbero già essere non utilizzabili ai fini valutativi, tenuto conto anche dei tempi di elaborazione degli stessi.

L'OIC 6, Ristrutturazione del debito, in considerazione del fatto che la procedura della ristrutturazione si applica alle società che si trovano, appunto, in situazione di difficoltà finanziaria, laddove il creditore concede una revisione del piano dei pagamenti originario, ben distingue tra “difficoltà finanziaria” e “squilibrio economico”. A tale fine, la società si trova in difficoltà finanziaria nel momento in cui “*non riesce a procurarsi, i mezzi finanziari adeguati, per quantità e qualità, a soddisfare le esigenze della gestione e le connesse obbligazioni di pagamento. Tale situazione si manifesta quando il debitore presenta un rapporto squilibrato tra il fabbisogno finanziario e le fonti di finanziamento, tale da essere inadempiente alle scadenze degli impegni assunti*” (OIC 6, par.3).

Lo squilibrio economico è, poi, inteso come un elemento talvolta contestuale (e, in buona parte dei casi, la causa stessa) della difficoltà finanziaria. La “crisi economica”, quindi, è identificata con la mancante “*attitudine della gestione tipica a remunerare attraverso i ricavi, alle normali condizioni di mercato, tutti i fattori produttivi di cui l'impresa ha bisogno*” (OIC 6, par.3).

4. La valutazione delle aziende in crisi: elementi di attenzione

La principale complessità valutativa origina dal fatto che le valutazioni sono effettuate in contesti di continuità aziendale, mentre la valutazione delle aziende in crisi parte dal presupposto che tale continuità possa essere pregiudicata.

Anche assumendo che l'azienda è soggetta a una crisi reversibile, occorre, tuttavia, effettuare una serie di considerazioni e aggiustamenti alle normali operazioni e procedure effettuate in ottica valutativa, anche alla luce che, seppur la crisi possa essere in ultimo scongiurata, permane sempre un'alea di incertezza in merito al futuro dell'organizzazione, che dovrà essere riflessa nella valutazione (Cristal QC-Mokal 2006). Inevitabili complessità aggiuntive sono fornite nel caso in cui l'azienda in crisi sia soggetta a processi di *turnaround* che ne vogliano ripristinare la profittabilità (Guatri 1986, Muserra 2012).

In tale contesto, l'analisi fondamentale -intesa come *“la raccolta e l'esame sistematico di tutti gli elementi informativi necessari all'individuazione degli input richiesti dai metodi di valutazione”* (OIV 2015, par.1.4.3) è indispensabile per non incorrere in errori, sottodimensionando o sovradimensionando problematiche esistenti o potenziali.

Per tali motivi, è, anzitutto, cruciale sviluppare per la valutazione delle aziende che abbiamo definito essere in crisi un processo valutativo coerente e rigoroso che può essere suddiviso in ambientazione (o contesto di riferimento), architettura, tecniche di valutazione e valutazione (Bini 2015).

Tabella 2 - Le fasi del processo valutativo

Ambientazione	Architettura Impianto	Tecniche di valutazione	Sintesi valutativa
<ol style="list-style-type: none"> 1. Configurazione di valore (valore per chi?) 2. Unità di valutazione (cosa si valuta?) 3. Scopo del lavoro (perché si valuta, consapevolezza delle conseguenze) 4. Tipo di incarico (come si valuta, eventuale ricorso ad altri esperti) 5. Data di valutazione 6. Presupposti (premises) di valutazione 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Base Informativa (proiezioni, piani approvati, etc.). 2. Assumptions (limitazioni/Ipotesi) 3. Approcci di valutazione (criteri principali e secondari) 4. Fattori di incertezza (scetticismo professionale) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Modelli (Income approach) 2. Costo del capitale 3. Criteri di mercato 4. Metodi patrimoniali 5. Aggiustamenti (livelli di valore, premi e sconti, passività potenziali) 6. Allocazioni di valore tra diverse categorie di titoli 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Supporti e verifiche di ragionevolezza 2. Il giudizio finale

Fonte: Bini (2015)

Per quanto concerne l'ambientazione, non può, infatti, essere omessa la prospettiva valutativa di riferimento, ossia se la valutazione sia espressa con riferimento a un'azienda in continuità o in fase liquidatoria.

La base informativa contribuisce da un lato alla costruzione dei dati ritenuti completi ed esaustivi per poter effettuare una valutazione attendibile, dall'altro alla definizione delle ipotesi di "base" su cui la valutazione è costruita (OIV 2014, par.1.5). Al di là, quindi, dell'approccio valutativo prescelto (che rappresenta il risultato di un percorso cognitivo antecedente) è opportuno preliminarmente soffermarsi adeguatamente sull'analisi aziendale al fine di comprendere le motivazioni che hanno portato alla crisi, la reazione all'emersione di tale fenomeno e l'orientamento futuro aziendale nell'orizzonte temporale prossimo venturo alla luce delle azioni promosse. Le assunzioni sono, quindi, sviluppate e considerate anche nella prospettiva della determinazione delle scelte strategiche ed operative dell'azienda.

La costruzione del materiale e, quindi, delle informazioni utili per espletare l'incarico valutativo è cruciale in questo specifico contesto, poiché consente, per mezzo dello studio del *trend* e della dinamica aziendale che ha portato a tale situazione, a comprendere e tipizzare la crisi (Ferraro 2014).

La definizione delle ipotesi e delle assunzioni è strettamente collegata, in modo inevitabile, alle prospettive di sviluppo dell'entità aziendale nonché al soggetto destinatario della relazione. È, per esempio, cruciale ai fini della valutazione identificare se la stessa prende in considerazione la realtà aziendale *sic et stantibus* oppure se prende in esame la presumibile stima che potrebbe originare da un mutamento di scenario (per es., introduzione in nuovi mercati) o da nuovi investimenti (*investment value*). In ogni modo, la relazione dovrà evidenziare adeguatamente le eventuali ipotesi speciali o sensibili (AIRA, par.44), considerato che la stima esprime un valore potenziale, poiché articolato su azioni ancora da compiere (OIV 2014, 1.6.10, Pozzoli 2013).

Per quanto rileva i criteri di valutazione sono state effettuate da dottrina e prassi, considerazioni talvolta discordanti, dalla cui breve disamina è opportuno partire per offrire una prospettiva personale.

Parte della dottrina ha evidenziato che, qualora sussista il presupposto del *going concern*, qualsiasi metodo -seppur adeguatamente considerato- possa essere accettato (Cristal QC-Mokal 2006).

Ad ogni buon conto, i metodi diretti appaiono di più difficile applicazione, poiché le aziende in crisi vivono situazioni molto particolari, per cui l'identificazione di operazioni o realtà comparabili appare difficile. Nonostante questo, sembra che anche OIV prenda in considerazione la circostanza per cui, potenzialmente, le valutazioni comparative di mercato possano, presi specifici accorgimenti, essere adottate anche per la valutazione delle imprese *distressed* (OIV 2015, III.1.29).

Altra autorevole dottrina, tuttavia, ha fornito attente considerazioni sui metodi che meglio si prestano, sempre in termini generali, a fornire una valutazione delle aziende in crisi. Tali disamine partono, tuttavia, tutte dal presupposto implicito che qualsiasi valutazione debba essere considerata come un fenomeno a sé stante. La generalizzazione dei criteri ritenuti

“preferibili” non può, quindi, che riferirsi a una situazione astratta e, per questo, potenzialmente non replicabile in circostanze specifiche.

Ciò detto, si condivide l’ipotesi degli studiosi che hanno rilevato come il metodo di valutazione d’azienda che possa essere più proficuamente applicato per le aziende in perdita sia il metodo misto patrimoniale-reddituale (Guatri-Bini 2007, Zanda G. *et al* 2005, Cordazzo-Rossi 2014).

Nella prospettiva sopra delineata, il metodo misto patrimoniale con stima autonoma del *goodwill* nella sua versione più conosciuta e applicata nella prassi può essere espresso per mezzo della seguente formula:

$$W = K + an^{-i} (R - Ki)$$

laddove:

W = valore dell’azienda

K = capitale netto rettificato

$an^{-i} (R - Ki)$ = badwill, in cui più specificamente:

n = orizzonte temporale

i = costo del capitale

R = reddito medio normalizzato atteso

L’analisi dell’applicazione della formula implica di soffermarsi sul contenuto dei componenti della stessa, tracciando alcune considerazioni in merito alle sole tipicità concernenti le aziende in esame.

Anzitutto, il capitale netto rettificato, richiedendo una sua “contestualizzazione” obbliga anche a inserire il valore effettivo (rideterminato) dei beni in una situazione di potenziale sotto-utilizzo. Ciò significa che l’eventuale rivalutazione dei beni al loro costo di sostituzione dovrà essere effettuata, in considerazione anche dell’eventuale capacità di recupero di tale valore nell’ottica dell’attività futura. In estrema sintesi, secondo una visione aziendalistica, il differimento dei costi (sostenuti o presunti, come in questo caso) può essere giustificata solo se i presumibili benefici economici ottenibili dall’utilizzo del pertinente bene siano uguali o superiori al valore attribuito al bene. In una logica di sotto-produzione, il valore del bene potrebbe essere inferiore a quello di sostituzione; per tale motivo, parte della dottrina ha, in tali circostanze, ipotizzato una rivalutazione parziale (controllata) di tali elementi nell’adozione del metodo misto reddituale alle aziende in crisi (Guatri-Bini 2007, Landriani 2013).

La dottrina e la prassi contabile ragionieristica nazionale e internazionale hanno già definito da tempo anche il percorso di identificazione dei maggiori valori nell’ottica valutativa del modello operativo aziendale. In particolare, rilevano ai nostri fini il Principio contabile internazionale IAS 36 (2004), *Impairment of Assets*, e l’OIC 9 (2014), *Svalutazioni per perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni materiali e immateriali* (FNC 2015).

In una prospettiva di interpretazione ai fini decisionali della tecnica di valutazione, qualora il valore del *badwill* tenda ad equiparare -se non addirittura superare- il valore patrimoniale, la cessione dell'azienda potrebbe essere in linea di massima impraticabile. Potrebbero, peraltro, a livello decisionale essere perseguite altre soluzioni operative come il risanamento (laddove questo non fosse in corso ed incorporato nelle assunzioni speciali) o la liquidazione (Balducci 2008).

Il metodo di confronto adottato potrebbe essere il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF), come suggerito da parte della dottrina e prassi professionale nord-americana (AIRA 2014, Damodaran 2002 e 2009), anche se non tutti concordano su tale impostazione, preferendo il metodo reddituale (Balducci 2008, Onesti-Romano 2014, Castaldi-Billone 2013). Anche l'analisi del DCF deve, tuttavia, essere contestualizzata e non sempre può apparire opportuna. Senza soffermarsi oltremodo sull'analisi della formula, per cui si rinvia alla più accreditata dottrina e prassi professionale (IVSC 2012), si ricorda che il metodo consiste nell'attualizzazione dei flussi finanziari futuri. Il metodo nella sua impostazione più generale può essere rappresentato con la seguente formula.

$$W = \sum_{t=1}^n F/(1+i)^t + TV/(1+i)^n$$

laddove:

F = flussi di cassa degli anni n del piano

I = tasso di attualizzazione

TV = valore terminale dell'azienda

La formulazione generale può essere rivisitata a seconda che faccia riferimento a una misurazione *unlevered* o *levered*: nel primo caso (*unlevered*) i flussi di cassa sono stimati non tenendo in considerazione l'effetto dell'indebitamento. La gestione finanziaria viene, quindi, recuperata per mezzo dell'inclusione nella formula del costo del debito e dalla posizione finanziaria netta. La formula acquista, quindi, la seguente fisionomia:

$$W = [\sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+WACC)^t} + TV/(1+WACC)^n] - PFN$$

L'applicazione dell'approccio finanziario nella sua declinazione del DCF consente di tenere in considerazione diversi aspetti per la valutazione delle imprese in crisi. Anzitutto, il DCF identifica nella prospettiva del risanamento di esaminare anche la proiezione dei flussi di cassa nei confronti dei diversi soggetti interessati all'operazione (Dorigato-Aldrighetti 2009). Anzi, l'incertezza valutativa sulla prospettiva aziendale deve essere riflessa in modo coerente nei valori stimati dei flussi e del tasso di attualizzazione.

In aggiunta, il metodo in parola offre la possibilità di distinguere -a differenza del metodo finanziario semplice- i risultati dei singoli esercizi. Ciò significa che, anche in caso di

ristrutturazione, potranno aversi anche uno o più esercizi con flussi finanziari negativi, nonostante il risultato complessivo della sommatoria di detti flussi possa essere in ultimo positivo, come dovrebbe essere per le imprese che aspirano a raggiungere un equilibrio economico. Il tasso di attualizzazione terrà in considerazione, laddove non lo abbiano fatto le stime dei flussi (OIV 2014), le incertezze tipiche di tali situazioni (AIRA 2014). La corretta stima del WACC è quanto mai cruciale nella definizione di una corretta stima nella fattispecie delle aziende in crisi che solitamente possono avere un livello di indebitamento, almeno inizialmente, alquanto importante.

La stima dei flussi finanziari in luogo di quelli reddituali dà poi garanzia del fatto che possano essere presi in esame anche eventuali esborsi dovuti ad esigenze di riorganizzazione (Castaldi-Billone 2013), esaminando anche i rischi nonché l'onerosità dei flussi in uscita nel momento in cui gli stessi devono essere sostenuti. L'elemento finanziario – sempre considerato in una prospettiva aziendale- assume, di fatto, una rilevanza specifica per la valutazione dell'operazione di risanamento medesima.

5. La relazione di valutazione

La relazione della valutazione delle imprese in crisi, come già accennato, deve essere curata con particolare attenzione.

In termini generali, il *report* rappresenta il momento di sintesi e contestualmente di conclusione dell'attività valutativa. Pleonastico (ma fondamentale) ricordare che la relazione deve essere comprensibile e non lasciar adito a interpretazioni fuorvianti o ambigue.

La dottrina e la prassi hanno cercato di standardizzare lo sviluppo e l'articolazione dei *report* delle valutazioni aziendali. In termini generali, si può ricordare che l'IVS 103, *Reporting*, prevede che la relazione di stima debba presentare il seguente contenuto:

- a. Identificazione del valutatore, del cliente e di altri utilizzatori
- b. Finalità della stima
- c. Identificazione dell'elemento valutato
- d. Configurazione di valore
- e. Data della valutazione
- f. Portata dell'analisi
- g. Natura e fonti delle informazioni
- h. Assunzioni e assunzioni speciali
- i. Dichiarazione di conformità con gli IVS
- j. Metodica di valutazione
- k. Stima
- l. Data della relazione

Ciò detto, è evidente che le relazioni di valutazione delle aziende in crisi dovranno contenere all'interno di tale contesto generale delle sezioni su cui dover prestare particolare attenzione

(Zanin *et al.*, 2014). Non vi è alcun dubbio che la finalità di valutazione, per esempio, già debba fornire apposite considerazioni in merito al fatto che l'azienda sia destinata (orientata) a restare operativa o meno. Alla base della cornice concettuale di sviluppo del piano della stima, la presentazione dell'identificazione dell'attività aziendale dovrebbe accogliere un'analisi della crisi e delle motivazioni aziendali che hanno portato a tale situazione.

Ancora, nel caso in cui, infatti, la valutazione dell'azienda in crisi sia effettuata in una logica liquidatoria, la scelta dell'approccio di valutazione verrebbe conseguentemente a mutare, in virtù del diverso utilizzo dei beni e degli elementi sottoposti a valutazione.

L'approccio valutativo e le motivazioni sono il cuore della relazione e le basi tecniche di determinazione del valore aziendale. È bene, anche in questa circostanza, ricordare che i parametri adottati dovranno essere, oltre che coerenti tra loro, anche ragionevoli alla luce della situazione in cui verte l'organizzazione valutata.

6. Osservazioni di sintesi

Il tema della valutazione delle imprese in crisi è rilevante per i decisori, ma ancor prima per i potenziali acquirenti. È evidente che si tratta di una valutazione complessa. In questo contesto, è difficile generalizzare anche se è possibile esporre alcune considerazioni di massima. In tali circostanze, stante il fatto che l'utilizzo dei metodi diretti di valutazione sembra presentare maggiori complicazioni pratiche nel reperimento dei comparabili e nell'aggiustamento dei valori, l'adozione dei metodi indiretti dovrebbe mostrare maggiori garanzie (Onesti-Romano 2014).

Ciò detto, il metodo misto patrimoniale-reddituale sembra essere la metodica che riesce meglio a temperare la valutazione della consistenza patrimoniale con la generazione di flussi (positivi o negativi) di benefici prospettici.

Il metodo del DCF può risultare un utile metodo di controllo, considerata la possibilità di analizzare in modo anche analitico la generazione dei flussi di cassa, alla luce di eventuali operazioni di risanamento.

Per quanto detto, tuttavia, la scelta dell'approccio e delle specifiche tecniche per l'applicazione delle formule non può prescindere da una preliminare rigorosa analisi degli elementi aziendali che sono alla base della valutazione dell'organizzazione, al fine di addivenire a una stima che rappresenti adeguatamente il valore del complesso economico alla data di riferimento.

BIBLIOGRAFIA

Altman E.I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and prediction of corporate bankruptcy, in “Journal of Finance”, n.3(4), pp.189-209.

AIRA (2014), Standards for distressed business valuation, disponibile su: <https://www.aira.org/aira/standards> .

Balducci D. (2008), La valutazione dell’azienda, Milano, FAG, p.559.

Bertoli G. (2000), Crisi d’impresa, ristrutturazione e ritorno al valore, Milano, EGEA.

Bini M (2015), A cosa servono i Principi di Valutazione?, in “Press”, disponibile su: www.commercialisti.it, n.1, pp.8-9.

Buttignon F. (2008), Il governo della crisi d’impresa in Italia alla luce del nuovo quadro normativo: una riflessione introduttiva, in “Rivista dei dottori commercialisti”, n.2, pp. 243-281.

Caramiello C. (1968), L’azienda, Pisa, Cursi, 1968, p.169.

Castaldi G.P., Billone M. (2013), La valutazione delle aziende in crisi, in: Pozzoli S. “Valutazioni d’azienda, Milano, IPSOA, pp. 247-258.

Cestari G. (2009), Diagnosi precoce della crisi aziendale. Analisi del processo patologico e modelli predittivi, Milano, Giuffrè, pp.6 e ss.

CNDC (2005), Crisi d’impresa: strumenti per l’individuazione di una procedura d’allerta.

CNDCEC:

- (2009), La relazione sulla gestione. Art.2428 codice civile. La relazione sulla gestione dei bilanci d’esercizio alla luce delle novità introdotte dal dlgs 32/2007, disponibile su: www.commercialisti.it;
- (2015) Norme di comportamento del collegio sindacale. Principi di comportamento del collegio sindacale di società non quotate, disponibile su: www.commercialisti.it.

Cordazzo M., Rossi P. (2014), *La valutazione di una società navale in perdita* in Amministrazione & Finanza, n.10, pp. 70-73.

Cristal QC M.-M Okal R. J. (2006), The valuation of distressed companies – a conceptual framework, International Corporate Rescue, n.3 (2, 3).

Damodaran A.

- (2002), Valutazione delle aziende, Milano, APOGEO, 2002;
- (2009), Valuing Declining and distressed companies, disponibile su: www.ssrn.com.

Dorigato P., Aldrighetti F. (2009), gestione delle crisi e valutazione d'azienda in ipotesi di risanamento e di liquidazione, disponibile su: <http://smefin.net>.

Ferraro O. (2014), La crisi d'azienda, in Liberatore G. *et al*, La valutazione delle aziende in crisi, Milano, Giuffrè, pp.9-37.

FNC (2015), Circolare del 15 marzo 2015, La svalutazione delle immobilizzazioni tecniche alla luce dell'OIC 9, Svalutazioni per perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni materiali e immateriali: problematiche tecniche ed operative, disponibile su: www.fnc.it.

Guatri L.

- (1986), Crisi e risanamento delle imprese;
- (1995), Turnaround: declino, crisi e ritorno al valore, Milano, EGEA.

Guatri L., Bini. M. (2007), Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Milano, Egea, pp.617-624.

IASB (2004), IAS 36, Impairment of assets.

IRDCEC (2008), Documento n.1, La relazione sulla gestione. Alcune considerazioni, disponibile su: www.fondazionenazionalecommercialisti.it.

IVSC:

- (2012), Technical Information Paper 1, The Discounted Cash Flow (DCF) Method – Real property and business valuations;
- (2013, IVS 103, Reporting;
- (2013), IVS 200, Businesses and Business Interests.

Landriani L. (2011), La valutazione strategica delle aziende in perdita, in: Pozzoli S. "Valutazioni d'azienda, Milano, IPSOA, pp.246-258.

MEF, Principio di revisione internazionale (ISA Italia) 570, Continuità aziendale, disponibile su: <http://www.revisionelegale.mef.gov.it/opencms/opencms/Revisione-legale/principiRevisione/index.html>.

Muserra A. L. (2012), Processi di turnaround e strutture di governance. Evidenze empiriche e modelli emergenti, Milano, Franco Angeli, pp.727 e ss.

OIC:

- OIC 6 (2011), OIC 6 Ristrutturazione del debito e informativa di bilancio;
- OIC 9 (2014), Svalutazioni per perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni materiali e immateriali.

OIV (2014), Principi Italiani di Valutazione. Bozza per la pubblica consultazione, disponibile su: www.fondazioneoiv.it.

Onesti T., Romano M. (2014), Le problematiche valutative delle aziende in crisi, in Liberatore G. et al, La valutazione delle aziende in crisi, Milano, Giuffr , pp.189-220.

Pacchi Peducci S. (1998), Crisi d'impresa e procedure concorsuali alternative, in "Rivista di Diritto Fallimentare", pp.996 e ss.

Pozzoli M. (2013), Framework dei PIV: requisiti dell'esperto, incarichi di valutazione e configurazioni di valore, in "Guida alla Contabilit  e Bilancio", n.6, pp.52-61.

Quagli A. (2014), La definizione del concetto di crisi aziendale e la sua rilevanza giuridica, in "Amministrazione e finanza", n.2, pp.34-38.

Salvidio A. (2015), La valutazione d'azienda nelle procedure concorsuali, in "PRESS", n.1, disponibile su: www.commercialisti.it.

Zanda G., Lacchini M., Onesti T (2005), La valutazione delle aziende, Torino, Giappichelli.

Zanin F., Ferraro O., Comuzzi E. (2014), La relazione di stima, in Liberatore G. et al, La valutazione delle aziende in crisi, Milano, Giuffr , pp.487-512.