

La valutazione delle aziende in crisi: applicazioni operative

di Massimo Buongiorno - docente di finanza aziendale, università bocconi di Milano e Ca' Foscari di Venezia

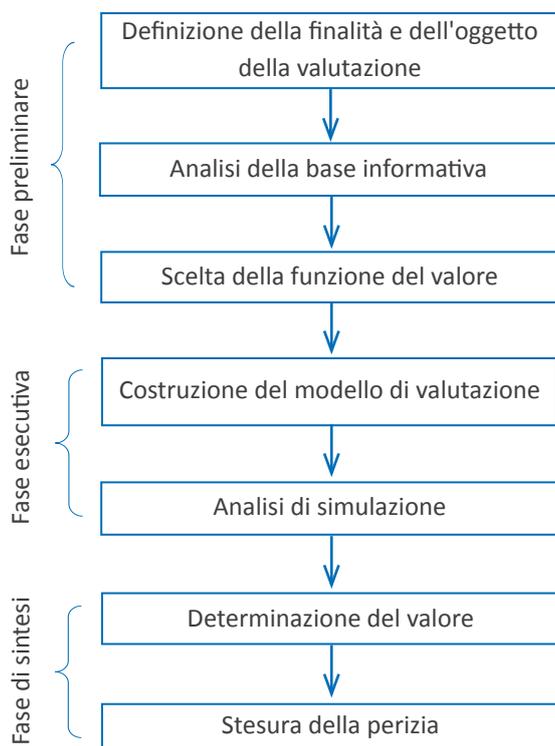
Il presente lavoro segue il precedente dedicato allo stesso tema. Trova spazio nella trattazione l'applicazione operativa dei modelli valutativi ove il valutatore si sia accertato dell'esistenza del requisito indispensabile della continuità aziendale.

Il contesto di crisi pone peculiari difficoltà valutative poiché richiede di adattare modelli di uso abituale e di rivedere schemi normali di ragionamento.

Il presente lavoro è stato appunto pensato come supporto al crescente numero di valutatori che si trovano a doversi muovere in un ambiente cedevole e privo dei consueti sostegni.

Le criticità applicative dei metodi di valutazione alle imprese in crisi

Il presente lavoro si pone come ideale continuazione del precedente¹ che ha affrontato le maggiori attenzioni che il valutatore deve porre alle attività da compiere nella fase preliminare (secondo lo schema riportato in tabella) quando si trova a valutare aziende in crisi.



In particolare, tali attenzioni riguardano:

1. una corretta definizione del perimetro valutativo distinguendo tra la valutazione di una società in crisi all'interno di un aumento di capitale riservato ad un socio nuovo entrante e la valutazione

¹ Si rimanda al contributo pubblicato sul numero di luglio 2015 di questa rivista, M. Buongiorno "[La valutazione delle aziende in crisi: profili teorici](#)".

di un compendio aziendale che si intende cedere all'interno di una procedura concorsuale (concordato preventivo o fallimento);

2. la necessità di verificare l'esistenza della continuità aziendali e quindi di un valore sostenibile nei diversi contesti valutativi quale pre-condizione per avviare il processo valutativo.

Dopo avere superato i precedenti punti, il valutatore dovrà reperire informazioni sufficienti per esprimersi. La base informativa è elemento fondamentale di ogni valutazione e non presenta particolari peculiarità nel caso di crisi aziendale.

Come abbondantemente acquisito in dottrina e più recentemente anche nei Principi italiani di valutazione, dovranno essere disponibili dati relativi a:

1. dinamica della domanda e di settore con indicazione ove possibile delle aspettative condizionate di mercato;
2. analisi dei principali concorrenti, valutazione dei modelli di *business* e strategie competitive;
3. dati di mercato necessari alla costruzione dei parametri da utilizzare nei differenti metodi valutativi (ad esempio il tasso rendimento privo di rischio e l'*Equity Risk Premium* per i metodi fondati sull'attualizzazione dei flussi futuri o i multipli applicabili nelle valutazioni comparative).

La fase successiva riguarda la scelta della funzione del valore ovvero del metodo di valutazione.

È questo il momento nel quale si riscontrano le maggiori difficoltà.

In primo luogo, i metodi che si fondano sull'utilizzo di margini economici non sono applicabili se essi sono negativi. Si pensi, ad esempio, al metodo dei multipli che presuppone l'esistenza di un margine positivo quale l'*Ebitda*, l'*Ebit* o il reddito netto da moltiplicatore per il coefficiente desunto

dal mercato. Considerazioni analoghe valgono per i modelli sintetici di attualizzazione dei flussi attesi (di cassa o di reddito) che richiedono un flusso normalizzato di partenze positivo.

Con quanto sopra non si intende che tali metodi non siano utilizzabili ma solamente che essi devono essere adattati per tenere conto delle peculiarità delle imprese in crisi.

Inoltre, il profilo di rischio associato alle previsioni che il valutatore dovrà effettuare² è molto diverso tra un'impresa in crisi e una invece sana e perfettamente in equilibrio. Tale profilo di rischio dovrà essere incluso nella valutazione anche attraverso metodologie ed analisi (ad esempio simulazioni) che pur essendo comuni a tutte le stime di valore, in questo contesto divengono fondamentali.

Nel seguito del presente lavoro verranno descritti gli adattamenti principali da apportare ai principali modelli valutativi in contesti di crisi ovvero i metodi che si fondano sull'attualizzazione dei flussi attesi e i metodi misti.

L'applicazione dei metodi fondati sull'attualizzazione dei flussi attesi

I metodi in esame trovano nella pratica molteplici varianti di utilizzo che, in estrema sintesi, riguardano principalmente 3 aspetti:

1. la natura del flusso oggetto di attualizzazione;
2. il trattamento del debito;
3. l'analiticità del modello.

La prassi professionale riconosce una variante applicativa che prevede solitamente l'attualizzazione di un flusso di reddito normalizzato, trattato come una rendita perpetua a rendimenti costanti o crescenti al solo tasso di inflazione. Se il reddito attualizzato è rappresentato dall'Ebit viene determinato prima il valore dell'impresa e successivamente il valore del capitale economico per sottrazione della posizione finanziaria netta; se, invece, il reddito attualizzato è il reddito netto, si procede direttamente alla stima del valore del capitale economico. Ovviamente i tassi di attualizzazione saranno diversi; si impiegherà il costo medio ponderato del capitale (WACC - *Weighted Average Cost of Capital*) nel primo caso e il costo del solo *equity* nel secondo.

² Si nota che ogni metodo richiede l'elaborazione di previsioni, stime e ipotesi circa il futuro svolgimento aziendale. Anche i metodi patrimoniali che paiono più lontani da questa logica si fondano da un lato sulla continuità aziendale e dall'altro contengono rilevanti aspetti previsionali nella determinazione del valore delle immobilizzazioni ed ancor più nell'eventuale inclusione di intangibili.

Questa variante di modello non può trovare applicazione in un contesto di crisi.

In primo luogo, il reddito storico non può essere considerato indicativo di quello prospettico per numerosi motivi:

1. la continuità aziendale potrebbe sussistere solo a condizione di dismettere linee di *business* e quindi di finanziare la ristrutturazione con il disinvestimento di tali linee che in passato producevano reddito;
2. la redditività del periodo più recente risente di tutti i fattori negativi che hanno condotto l'impresa nella situazione di crisi in cui si trova e quindi non può essere utilizzata per la previsione della redditività futura. Inoltre è possibile che la nuova strategia di mercato preveda l'abbandono di mercati esistenti e l'ingresso in nuovi mercati.

Ne deriva che la storia non può essere utilizzata nella stima che deve invece fondarsi su ragionevoli previsioni per il futuro la cui affidabilità è già stata esaminata in sede di formulazione del giudizio di continuità.

Andrà poi considerato che il risanamento solitamente prevede un percorso che richiede/tre anni perché si possa completare e si possa sanare gli squilibri che si sono prodotti. Da ciò deriva che il modello valutativo dovrà considerare l'evoluzione prevista del reddito nel tempo e non un unico valore attualizzato all'infinito, secondo quanto previsto dal modello della rendita perpetua.

In altri termini, il modello da sintetico deve diventare analitico ovvero considerare i valori puntuali previsti di reddito periodo per periodo fino alla normalizzazione. Da quel momento in avanti si potrà utilizzare un metodo sintetico.

In formule si ha che il modello tradizionale del tipo:

$$W = \frac{R}{k}$$

deve essere sostituito da un modello come il seguente:

$$W = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{R_t}{(1+k)^t} + \frac{R_N}{k}$$

dove N è il numero di anni necessari a stabilizzare il reddito da attualizzare. La funzione del valore ha quindi due componenti una legata al periodo di risanamento e l'altra tradizionale ma dilazionata nel tempo. Tuttavia, il nodo centrale riguarda il flusso oggetto di attualizzazione.

CONTABILITÀ E BILANCIO

Si consideri, ad esempio, la seguente tabella.

Conto economico

| | |
|--------------------------|---------|
| | Anno 1 |
| Ricavi | 5.000 |
| Costi monetari operativi | (3.250) |
| Ebitda | 1.750 |
| Ammortamenti | (825) |
| RO (Ebit) | 925 |
| Imposte | (278) |
| Ron (Nopat) | 648 |

Stato patrimoniale

| | | |
|-----------------------------|---------|---------|
| | Anno 0 | Anno 1 |
| Capitale circolante netto | 810 | 810 |
| Capitale fisso lordo | 5.500 | 6.325 |
| Fondo ammortamento | (2.300) | (3.125) |
| Capitale fisso netto | 3.200 | 3.200 |
| Capitale investito netto | 4.010 | 4.010 |
| Debito finanziario | 825 | 600 |
| Liquidità | (45) | (442) |
| Posizione finanziaria netta | 780 | 158 |
| Patrimonio netto | 3.230 | 3.852 |
| Fonti di finanziamento | 4.010 | 4.010 |

La fattispecie descritta evidenzia una impresa matura ma in equilibrio con una significativa redditività e solida dal punto di vista patrimoniale. In particolare, il capitale circolante netto è costante a 810 e l'incremento del capitale fisso lordo (825) si incrementa nella stessa misura degli ammortamenti. Ciò indica, al di là della semplificazione per chiarezza esemplificativa, che l'impresa opera in condizione di assenza di rilevanti investimenti da compiere. In tali condizioni, come mostra la tabella seguente i flussi di reddito coincidono con i flussi di cassa.

Flussi di cassa

| | |
|-----------------------------|---------|
| | Anno 1 |
| Ricavi | 5.000 |
| Costi monetari operativi | (3.250) |
| Ebitda | 1.750 |
| Imposte | (278) |
| Investimenti in CCN | 0 |
| Investimenti in CFN (Capex) | (825) |
| Flusso di cassa operativo | 648 |

Nelle situazioni reali la perfetta identità delle tabelle precedenti si traduce in una convergenza ma si può comunque affermare che per le imprese in condizioni di

maturità e di equilibrio, la scelta tra flussi di reddito e flussi di cassa non ha un sostanziale impatto sul valore. Non così per le imprese in crisi che dovranno necessariamente effettuare rilevanti investimenti in capitale fisso per sostenere la ristrutturazione (ad esempio riorganizzazione dei processi gestionali, ricerca e sviluppo, promozione); inoltre il recupero di un pieno equilibrio normalmente si accompagna ad un recupero dei ricavi che però comportano investimenti in capitale circolante, quanto meno nel primo periodo.

Si considerano di seguito tabelle analoghe alle precedenti ma applicate ad una impresa che dal periodo 0 al periodo 1 avvia il processo di ristrutturazione.

Conto economico

| | |
|--------------------------|---------|
| | Anno 1 |
| Ricavi | 5.000 |
| Costi monetari operativi | (3.250) |
| Ebitda | 1.750 |
| Ammortamenti | (1.095) |
| RO (Ebit) | 655 |
| Imposte | (197) |
| Ron (Nopat) | 459 |

Stato patrimoniale

| | | |
|-----------------------------|---------|---------|
| | Anno 0 | Anno 1 |
| Capitale circolante netto | 650 | 1.230 |
| Capitale fisso lordo | 5.500 | 7.300 |
| Fondo ammortamento | (2.300) | (3.395) |
| Capitale fisso netto | 3.200 | 3.905 |
| Capitale investito netto | 3.850 | 5.135 |
| Debito finanziario | 3.450 | 4.464 |
| Liquidità | (45) | (45) |
| Posizione finanziaria netta | 3.405 | 4.419 |
| Patrimonio netto | 445 | 716 |
| Fonti di finanziamento | 3.850 | 5.135 |

Flussi di cassa

| | |
|-----------------------------|---------|
| | Anno 1 |
| Ricavi | 5.000 |
| Costi monetari operativi | (3.250) |
| Ebitda | 1.750 |
| Imposte | (197) |
| Investimenti in CCN | (580) |
| Investimenti in CFN (Capex) | (1.800) |
| Flusso di cassa operativo | (827) |

In questo caso, la differenza tra flussi di cassa e flussi

di reddito è molto sensibile perché il flusso di cassa considera nell'anno 1 tutti gli investimenti rilevanti e quindi la relativa diminuzione di ricchezza (e quindi di valore) mentre il flusso di reddito, non considerando la variazione di circolante e includendo nell'ammortamento solamente una parte dell'investimento – quella di competenza dell'esercizio – sottostima l'effettivo onere della ristrutturazione.

Inoltre, l'effetto descritto è ulteriormente accentuato dall'effetto, implicito nel modello dell'attualizzazione, che attribuisce maggior peso ai flussi più vicini del tempo.

Ne deriva che una valutazione effettuata attraverso l'attualizzazione dei flussi di reddito attesi porta ad una non corretta sopravvalutazione rendendosi quindi necessario attualizzare i flussi di cassa attesi come risultano da previsioni puntuali per tanti anni quanti sono necessari per la stabilizzazione dei risultati della società ovvero la piena realizzazione del processo di ristrutturazione.

Per quanto attiene invece ai tassi di attualizzazione, è solitamente complesso quantificare la maggior porzione di rischio implicita nel processo di ristrutturazione per cui risulta preferibile:

1. utilizzare un tasso di attualizzazione espressivo di una normale rischiosità misurata sul settore, sulle dimensioni aziendali o su altre variabili ritenute rilevanti;
2. trattare il rischio aggiuntivo attraverso analisi di simulazione che misurino esplicitamente l'aleatorietà dei risultati attesi.

In conclusione dell'articolo verrà presentato un esempio di analisi.

Rimane da segnalare che alcuni autori in dottrina, ad esempio Guatri, Bini (2005), ritengono che al fine di evitare sopravvalutazione è corretto attualizzare i flussi attesi negativi al solo tasso privo di rischio mentre i flussi positivi successivi saranno attualizzati ad un tasso comprensivo del premio al rischio misurato come indicato al precedente punto 1.

Il metodo misto con stima autonoma del goodwill/badwill

Larga parte della prassi professionale è orientata all'utilizzo di metodi valutativi capaci di integrare il valore emergenti dai risultati attesi con quelli risultanti dall'informazione patrimoniale, i cosiddetti metodi misti patrimoniali-reddituali.

Il modello più diffuso con stima autonoma dell'avviamento, noto anche come metodo UEC, può essere utilizzato proficuamente nella valutazione di impre-

se in crisi anche se in questi casi si parla più spesso di avviamento negativo o *badwill*.

La formula che appare più corretta da utilizzare è la seguente:

$$W = PNR + \sum_{t=1}^{t=N} \frac{(RN_t - kPNR_t)}{(1+k)^t}$$

Il metodo valutativo distingue 2 componenti:

1. PNR rappresenta il patrimonio netto rettificato ovvero espresso a valori correnti delle attività e delle passività³;
2. il valore attuale del sovrareddito fino a N. Il sovrareddito è misurato come differenza tra il reddito netto previsto dal periodo 1 a N e il reddito atteso pari al prodotto tra il rendimento atteso dagli investitori (k) il patrimonio a disposizione dell'impresa come stimato al punto 1 (PNR). Il tasso di attualizzazione coincide con il rendimento atteso.

In merito alla durata del periodo di stima del sovrareddito N, è bene che il valutatore non si limiti ad un orizzonte di breve periodo; poiché si tratta di esprimere un giudizio circa la possibilità di sopravvivenza dell'azienda il periodo di previsione dovrebbe estendersi almeno a 5-7 anni, pur tenendo conto delle difficoltà di previsione.

Per quanto attiene invece al valore patrimoniale di partenza (PNR), il valore degli eventuali intangibili (marchi, rete di vendita, elenco clienti, tecnologie, etc.) può essere considerato solo nel caso sia possibile trasferirli senza che venga danneggiato dalla compromessa situazione aziendale. In pratica, salvo casi rari, non sono considerati, come normalmente non vengono aggiunte le rettifiche al valore dei cespiti ammortizzabili poiché finirebbero per aumentare ulteriormente le perdite annullando l'effetto della rettifica.

Non pare convincente la scelta applicativa, invero comune nella prassi, di considerare due differenti tassi (in ipotesi k' e k'') distinguendo tra un rendimento di medio normale, ad esempio un ROI di settore, (k') da moltiplicare al PNR e un tasso di attualizzazione (k'') pari ad un tasso privo di rischio.

L'inopportunità di tale scelta trova 2 ordini di motivazioni:

³ La stima del PNR è oggetto di letteratura molto ampia e normalmente ben conosciuta nella prassi alla quale si rimanda. Nei contesti di crisi, la stima dei valori correnti dell'attivo e del passivo patrimoniale non presenta difformità di rilievo rispetto alle altre situazioni ma richiede maggiore attenzione e prudenza al valutatore.

CONTABILITÀ E BILANCIO

1. il rendimento da applicare al PNR è un rendimento atteso e non un dato storico, per cui deve essere stimato utilizzando i consueti modelli (ad esempio il CAPM) per misurare tali parametri;
2. il sovrareddito non può essere considerato privo di rischio anzi nelle situazioni di crisi è vero

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|---------------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Reddito netto previsto dal piano | (1.340) | (564) | (212) | (43) | 146 | 342 | 388 |
| Patrimonio netto rettificato | 6.500 | 5.160 | 4.596 | 4.384 | 4.341 | 4.487 | 4.829 |
| Reddito atteso | 455 | 361 | 322 | 307 | 304 | 314 | 338 |
| Sovrareddito | (1.795) | (925) | (534) | (350) | (158) | 28 | 50 |
| Tasso privo di rischio | 3,20% | | | | | | |
| Tasso di rendimento atteso di settore | 7,0% | | | | | | |
| Tasso di attualizzazione | 3,20% | 3,20% | 3,20% | 3,20% | 3,20% | 7,0% | 7,0% |
| Fattore di attualizzazione | 1,0320 | 1,0650 | 1,0991 | 1,1343 | 1,1706 | 1,5007 | 1,6058 |
| Sovrareddito attualizzato | (1.739) | (869) | (486) | (308) | (135) | 19 | 31 |
| <i>Badwill</i> | (3.487) | | | | | | |
| Valore del capitale economico | 3.013 | | | | | | |

L'impresa considerata ritorna in equilibrio nel 2019 con utile di 146 ma solo nel 2020 è in grado di generare un sovrareddito positivo (28). Il *badwill* viene calcolato utilizzando valori puntuali su un orizzonte di 7 anni ed assume un valore negativo pari a 3.487. Il tasso di attualizzazione è pari al tasso privo di rischio (3,2%) fino a quanto il sovrareddito è negativo (2019) mentre negli ultimi due anni il sovrareddito positivo è attualizzato al 7%.

Il valore del capitale economico sconta la situazione di crisi e gli oneri di ristrutturazione nel *badwill* e quindi è assimilabile nei risultati ad un modello di attualizzazione dei flussi di cassa.

Esistono differenti varianti di metodo la più diffusa delle quali è il cosiddetto metodo EVA che è la variante *asset side* del metodo descritto e quindi perviene preliminarmente alla stima del valore d'impresa.

Il trattamento del rischio

Il rischio di insuccesso nelle operazioni di ristrutturazione è elevato e ovviamente il valutatore dovrà esprimere nella sintesi valutativa il proprio apprezzamento di tale rischio.

È necessario premettere che tale apprezzamento è,

| Scenario | Valore | Probabilità | Valore medio ponderato |
|---------------------------|--------|-------------|------------------------|
| Scenario disastroso | 2.598 | 10% | 260 |
| Scenario molto pessimista | 2.806 | 20% | 561 |
| Scenario pessimista | 2.971 | 25% | 743 |
| Scenario normale | 3.013 | 35% | 1.054 |
| Scenario ottimista | 3.150 | 10% | 315 |
| | | | 2.933 |

Gli scenari utilizzati sono cinque, tre dei quali pessimisti per tenere in adeguata considerazione il rischio della ristrutturazione. La probabilità complessiva di tali scenari è del 55% tuttavia anche lo scenario disastroso

il contrario. Tuttavia in caso di sovrareddito negativo l'utilizzo del tasso privo di rischio è, come notato sopra, fortemente consigliato.

La successiva tabella mostra un esempio di applicazione di questa metodologia valutativa.

almeno, in parte da intendere come giudizio di valore e quindi sottoposto ad una inevitabile soggettività.

L'approccio che si propone è finalizzato al minimo tale soggettività e consiste dei seguenti passaggi:

1. procedere alla stima, utilizzando una o più funzioni di valore, applicando le previsioni, le ipotesi e le stime ritenute più probabili;
2. ricalcolare il modello secondo differenti scenari più pessimistici e più ottimistici rispetto a quello normale;
3. attribuire a ciascuno scenario una probabilità di manifestazione in ragione della gravità della crisi, della fattibilità del piano, del contesto competitivo e delle previsioni della domanda e di ogni altro fattore rilevante;
4. determinare il valore dell'azienda quale media dei risultati ottenuti ponderata per la probabilità di manifestazione.

Un esempio può aiutare a chiarire il procedimento. Si ipotizzi che il valore ottenuto con il metodo misto nella tabella precedente e pari a 3.013 rappresenti lo scenario normale. La successiva tabella illustra le ulteriori attività da compiere.

stoso mantiene un valore positivo mostrano quindi una relativa robustezza residua dell'azienda e la capacità di resistere e di conservare valore anche in situazioni difficili.

CONTABILITÀ E BILANCIO

A conferma di tale interpretazione si noti che il valore medio ponderato che coincide con il risultato finale della valutazione è solo leggermente inferiore al risultato dello scenario normale (2.933 contro 3.013).

Pur con l'evidente limitazione della soggettività dell'attribuzione delle probabilità, questo metodo consente di affrontare esplicitamente il problema del rischio addizionale della ristrutturazione e quindi in ultima analisi a dare maggiore consistenza e robustezza alla valutazione.

Conclusioni

Merita alcune considerazioni conclusive la modalità di redazione della perizia valutativa, specie se la valutazione rientra all'interno di una procedura concorsuale o è a tutela degli interessi dei soci.

Il valutatore dovrà diffondersi preliminarmente sull'analisi delle cause che hanno condotto alla crisi e descrivere quali siano gli elementi di discontinuità che ritiene possano far recuperare il valore perduto.

Il dettaglio delle azioni operative a supporto di tali strategie è necessario per consentire una verifica puntuale con i flussi di piano.

Il valutatore svolge un compito diverso dall'attestatore ma ne condivide il presupposto fondamentale: il valore può essere attribuito solo in presenza della continuità aziendale che dovrà essere dimostrata e descritta in dettaglio.

Le metodologie seguite nell'applicazione dei metodi valutativi devono essere descritte per come sono state utilizzate e non in termini generali ed astratti replicando meramente la dottrina.

Tutti i dati utilizzati devono riportare le fonti in modo che possono essere facilmente verificati da terzi.

Tutte le assunzioni e le previsioni contenute nei modelli valutativi devono essere supportate da specifiche analisi, valutazioni e, dove non disponibili, da giudizi soggettivi del valutatore che se ne assume la responsabilità.

 **Euroconference**
Centro Studi Tributari

Master di specializzazione

6 giornate intere

GESTIRE E SUPERARE LA CRISI D'IMPRESA

L'individuazione degli squilibri aziendali che hanno condotto alla crisi e la scelta del miglior strumento giuridico per superarli

Bologna inizio 29 ottobre

Milano inizio 28 ottobre

Verona inizio 27 ottobre

[ACCEDI AL SITO](#)