

## La valutazione delle aziende in crisi: profili teorici

di Massimo Buongiorno – docente di finanza aziendale, Università Bocconi di Milano e Università Ca' Foscari di Venezia

*Il presente lavoro è il primo di una serie di due articoli dedicati alla valutazione delle aziende in crisi. La mancanza di margini economici positivi (spesso già a livello di Ebitda) e più in generale la presenza di rilevanti squilibri economici e finanziari rende molto complesso l'esercizio valutativo tanto che anche in dottrina i contributi non sono numerosissimi e spesso contraddittori tra loro.*

*Le difficoltà valutative si scontrano però con le esigenze operative che sia all'interno di procedure concorsuali sia nelle composizioni stragiudiziali della crisi richiedono la valutazione di società e compendi aziendali in crisi.*

*All'interno di questo contesto il presente lavoro definisce il quadro teorico e l'impianto valutativo ponendo particolare attenzione al perimetro della valutazione e alla valutazione della continuità aziendale mentre il prossimo articolo approfondirà gli aspetti operativi legati ai diversi criteri di valutazione.*

### Valutare le imprese in crisi ha importanti ricadute operative

Valutare un'impresa in crisi è un esercizio estremamente problematico e segnato da notevoli complessità tanto che nella prima edizione dei Principi italiani di valutazione curati dall'Organismo Italiano di valutazione non sono state inserite le relative linee guide, rimandando alle prossime edizioni.

Il tema della valutazione delle aziende in crisi non è solamente un problema astratto sul quale discettano gli accademici ma ha importanti ricadute operative. L'esame di alcune fattispecie tipiche può aiutare a comprendere la criticità degli aspetti di cui si tratta.

La crisi aziendale nasce, di consueto, in un progressivo scollamento del *business model* dell'azienda dal contesto competitivo nel quale opera che produce una progressiva marginalizzazione dal mercato.

Quali che siano le ragioni di questo scollamento, l'effetto è un calo dei ricavi che nel breve, stante la scarsa manovrabilità dei costi fissi, produce prima una contrazione dei margini e successivamente perdite la cui entità può dipendere da una molteplicità di fattori (andamento della domanda complessiva, aggressività dei concorrenti, motivazione dei dipendenti e molti altri).

La riduzione dei margini porta inevitabilmente a tensioni finanziarie che si scaricano sul debito bancario, sugli adempimenti fiscali e previdenziali, sui fornitori e anche sui dipendenti.

In questo contesto, le misure di intervento dipendono dalla gravità della crisi, dalle dimensioni aziendali, dal-

la rilevanza delle risorse che l'azienda ancora possiede e possono fondarsi su strumenti assai diversificati.

Nelle situazioni meno compromesse, è possibile che le esigenze di liquidità possano essere colmate attraverso aumenti di capitale che sono spesso effettuati da un terzo che entra a far parte della compagine aziendale. Poiché in tali casi il diritto di opzione è escluso, la stima del valore residuo del capitale viene ad assumere una importanza decisiva per determinare la nuova compagine aziendale, ovvero l'entità della diluzione della partecipazione dei vecchi soci rispetto al nuovo socio entrante.

Quando la crisi è ormai avanzata e diviene necessario ricorrere a una procedura concorsuale, la stima del valore del compendio aziendale diviene spesso un elemento centrale per valutare la sostenibilità di un concordato preventivo che prevede la cessione a terzi del compendio stesso e che fonda sui flussi rivenienti da tale cessione una parte significativa del soddisfo dei creditori.

Si ricorda inoltre che una delle fattispecie di concordato in continuità ricordate dall'art.186-bis, co.1 L.F. è quella del conferimento del compendio che richiede come noto la perizia dell'esperto ai sensi dell'art.2343 cod.civ. (art.2465 cod.civ. per le Srl).

Ulteriori complessità sorgono quando si prevede la cessione/conferimento di molteplici compendi che si richiamano ai differenti rami d'azienda che preesistevano alla situazione di crisi.

Analogamente, problemi valutativi si pongono per stimare la congruità del canone ove l'azienda sia oggetto di affitto di azienda per tutelarne la continuità e quindi il valore.

Ulteriori esigenze valutative possono maturare nelle procedure concorsuali: esse riguardano le partecipate della società in concordato o fallita. In tali casi è necessario valutare le conseguenze negative che tali partecipate sopportano per il solo fatto di trovarsi in una situazione di contesto assai negativa.

Infine nelle situazioni indicate la figura di valore da stimare non è tanto un *fair value* ovvero un valore astratto e “replicabile” a prescindere dalle specifiche situazioni aziendali ma un valore “realizzabile” che possa essere riconosciuto da un acquirente a condizioni di “mercato”.

In sintesi, i motivi per valutare un’azienda in crisi sono molti e già quelli ricordati sopra, senza pretese di esaustività ma citando solo i più ricorrenti, evidenziano parecchie criticità valutative che richiedono attenzioni particolari da parte del valutatore.

## Le criticità inerenti il perimetro della valutazione

Per molti versi la prima attività che il valutatore deve svolgere non è dissimile da quella dell’attestatore di un piano in continuità con la quale viene a condividere molte analisi.

I punti in comune possono essere rintracciati nei seguenti:

1. attestatore e valutatore devono considerare i dati aziendali di partenza: il primo per rispondere a una precisa richiesta normativa, il secondo per avere certezza dei dati di partenza ma anche per poter costruire adeguate ipotesi operative e finanziarie;
2. attestatore e valutatore devono valutare gli elementi di discontinuità del piano aziendale che possano far ritenere che lo scollamento tra modello di *business* e contesto competitivo di mercato al quale si è accennato sopra come causa prima della crisi sia stato ricomposto.

Tale comunanza di interessi porta a ritenere che le indicazioni e le Linee guida<sup>1</sup> attualmente disponibili per le attestazioni dei piani debbano essere seguite anche nel processo valutativo pur con le necessarie attenzioni conseguenti al diverso *scope of work*.

In particolare il richiamo alla codificazione delle *best practice* pare necessario per il primo punto ricordato sopra. È necessario che la valutazione poggi su basi

sufficientemente solide costituite da un bilancio correttamente rappresentato.

Ove il perimetro della valutazione coincide con l’oggetto dell’attestazione, il valutatore può richiamarsi al lavoro già svolto in tale sede. Tuttavia il perimetro della valutazione costituisce spesso un tema critico. Nell’ipotesi di aumento di capitale riservato a un nuovo socio apportatore di liquidità (o a un creditore che rinuncia al suo credito), è evidente che si dovrà valutare la società in crisi.

Nelle valutazioni di aumento di capitale, la dottrina maggioritaria e da ultimo i Principi italiani di valutazione (pag. 310) ritengono che debbano essere considerati “i valori in atto e non quelli potenziali”. Il valutatore dovrebbe quindi stimare il valore della società come si trova, senza considerare gli effetti positivi in termini di creazione di valore derivanti dall’aumento di capitale.

È chiaro che se la crisi della società da valutare ne ha seriamente compromesso il valore, vi è il rischio che una valutazione “*as is*” possa essere eccessivamente penalizzante per l’attuale assetto societario rischiando di compromettere l’operazione di salvataggio. La negoziazione tra i soci non può però avere impatto sulla valutazione della società che deve mantenere caratteristiche di oggettività. Se, infatti, si tenesse conto del valore “potenziale” della società ovvero si considerasse come già realizzato il risanamento si avrebbe una traslazione dei rischi in capo al nuovo entrante che riceve azioni o quote di una società già risanata quando in realtà la società necessita di interventi realizzabili solamente con il capitale dallo stesso apportato.

Situazione del tutto diversa si ha in caso perdita del capitale. In tale situazione, per rimuovere la causa di scioglimento della società è necessario che si proceda all’annullamento e alla successiva ricostituzione del capitale, ma in tal caso la valutazione non è richiesta poiché il capitale è già stato perso e non vi sono diritti patrimoniali dei soci da tutelare.

Nelle situazioni esaminate, è possibile che la società abbia fatto ricorso a strumenti meno “pesanti” di un concordato preventivo per comporre la crisi quali un piano attestato come da art.67, co.3, lett.d) L.F. oppure un accordo omologato di ristrutturazione del debito ex artt.182-*bis* e 182-*septies* L.F.. In tali casi, parallelamente all’intervento di ricapitalizzazione, la società ha negoziato una ristrutturazione del debito con i propri creditori (in prevalenza quelli finanziari); poiché tali strumenti richiedono un’attestazione si può verificare la situazione indicata sopra di conver-

<sup>1</sup> Il riferimento va alle Linee Guida per il finanziamento delle imprese in crisi, Unifirenze, Assonime e Cndceec (seconda edizione 2014) e ai principi di attestazione (2014).

genza delle attività del valutatore e dell'attestatore. Le procedure concorsuali richiedono al valutatore di porre maggiore attenzione al perimetro delle attività da valutare. Nel concordato preventivo, la valutazione è solitamente richiesta dall'attestatore o successivamente all'ammissione dal giudice delegato per giudicare in merito alla congruità del prezzo di offerta irrevocabile di acquisto presentata da terzi (e del canone dell'eventuale affitto) oppure degli importi previsti nel piano di concordato e finalizzati ad una successiva vendita.

Nella delimitazione del perimetro, si dovrà considerare che il compendio prevede solamente l'attivo patrimoniale rimanendo il passivo a carico della procedura: si tratta quindi di valutare un ramo aziendale che beneficia della possibilità di "ripartire a nuovo" senza i debiti che gravavano sulla società.

In aggiunta dovranno essere considerate anche le condizioni previste di vendita nel piano di concordato. Due voci sono critiche, i crediti e le rimanenze.

Per quanto attiene ai primi essi solitamente rimangono presso la società in procedura sicché non costituiscono parte del perimetro delle attività da valutare. Per le rimanenze si possono verificare 3 differenti situazioni:

1. l'intero magazzino è oggetto di acquisto, ancorché subordinato all'omologa, e quindi dovrà essere considerato nel perimetro;
2. il magazzino non è oggetto di acquisto e quindi il valutatore non dovrà considerarlo nel suo lavoro. È evidente che la valutazione dovrà considerare i costi iniziali necessari a ricostituire un nuovo magazzino;
3. è stato stipulato un contratto estimatorio (o soluzione analoga) per cui l'acquirente prende in carico il magazzino "in conto vendita". In tale situazione il magazzino non è parte del perimetro della valutazione ma come nel caso precedente si dovranno considerare i costi di acquisizione dalla società in procedura alle condizioni economiche pattuite nel contratto estimatorio.

Le immobilizzazioni entrano nel perimetro se strumentali all'attività svolta dal compendio. Le attività non strumentali saranno liquidate dalla società in procedura.

Nel caso di immobilizzazioni gravate da garanzie reali (ad esempio ipoteche su immobili), la regola generale non può trovare applicazione posto che il debito a fronte del quale sono state concesse le

garanzie dovrà essere trasferito al compendio oppure interamente rimborsato. In entrambi i casi il relativo importo sarà portato a riduzione del valore dell'attivo.

Situazione analoga potrebbe verificarsi nell'ipotesi di accollo del fondo Tfr a fronte del passaggio dei dipendenti. Essendo entrambe le categorie di debito di natura privilegiata, l'accollo da parte dell'acquirente non altera la *par condicio creditorum*.

## Il giudizio di continuità aziendale

Il valutatore deve esprimersi in merito alla sostenibilità del valore e quindi all'effettiva presenza di risorse interne o acquisibili dall'esterno che consentano il mantenimento dell'equilibrio economico e finanziario.

Tale considerazione ha valore generale, più volte richiamato in dottrina<sup>2</sup>, ma assume una importanza particolare nella valutazione di imprese in crisi poiché esse soffrono di squilibri da sanare.

Maggiore attenzione dovrà essere posta dal valutatore nelle ipotesi di continuità societaria e quindi alle valutazioni di aumento di capitale (o assimilabili) poiché la stima del valore deve considerare l'intero profilo di rischi associabili alla società esistente (ad esempio rischi di contenzioso con i dipendenti, di natura fiscale, previdenziale e commerciale). Più specificatamente, il valutatore deve chiedersi se le modifiche ipotizzate al modello di *business* e alla strategia competitiva sono sufficienti a produrre quella discontinuità nella gestione tale da spezzare il circolo vizioso nel quale l'impresa è coinvolta.

Il giudizio del valutatore deve concentrarsi sulla documentazione previsionale prodotta dalla società che ne definisce le linee di sviluppo attese.

È evidente che anche in tale contesto esistono fortissime analogie tra l'attività del valutatore e quella dell'attestatore.

In particolare le linee guida sottolineano che la fattibilità del piano (e quindi il giudizio di continuità) deve considerare:

1. l'evoluzione prevista del mercato e le determinanti della domanda;
2. la ragionevolezza del nuovo modello di *business* e della strategia commerciale;
3. la coerenza delle ipotesi rispetto alla nuova im-

<sup>2</sup> Ad esempio si veda L. Zingales, "In Search of New Foundation" (2000).

postazione strategica;

4. la robustezza del piano agli *stress test*.

Le considerazioni svolte sopra richiedono ulteriori chiarimenti.

In primo luogo, la necessità che il valutatore disponga di un *business plan* non è legata a una funzione del valore fondata sui flussi attesi (metodo DCF o metodo reddituale/misto) ma è imprescindibile per poter esprimere un valore positivo e il *business plan* dovrà essere disponibile e valutato in ogni caso.

Valutare una società sulla base di un *business plan* non coincide esattamente con l'attestazione dello stesso piano. Come già ricordato in precedenza, la valutazione esprime il valore "as is" della società e non può considerare i benefici derivanti dall'aumento di capitale. Si potrebbe quindi verificare il caso di un piano attestabile e contemporaneamente di una società con valore nullo poiché ove mancassero le risorse rivenienti dall'aumento di capitale non vi sarebbe continuità aziendale.

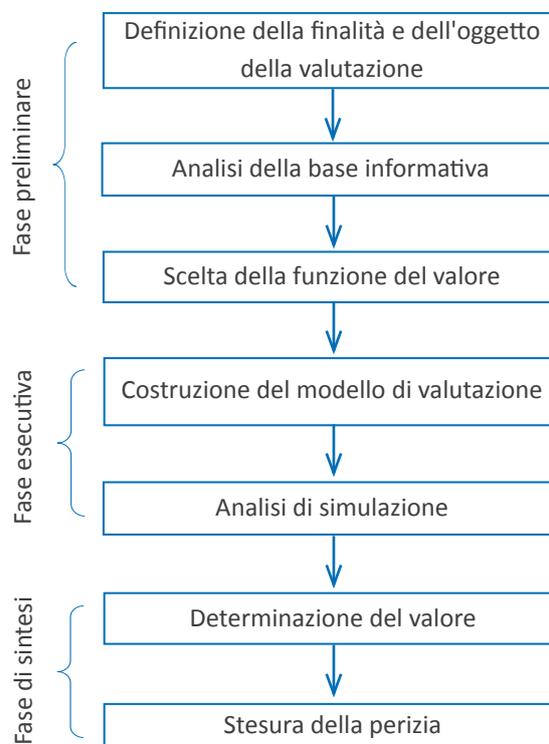
La valutazione del compendio aziendale nel concordato preventivo deve fondarsi anch'essa su un giudizio di continuità e quindi su un modello di *business sostenibile*.

Il giudizio di continuità in questo caso non può prescindere dalla quantificazione dei benefici derivanti dalla falcidia concordataria posto che la stima del valore è subordinata all'omologazione del concordato in assenza della quale è assai probabile che tale giudizio non possa essere espresso.

La continuità diviene fondamentale quando l'offerente è una *newCo*, spesso anche affittuaria che svolge unicamente l'attività del compendio oggetto di cessione; è meno critica quando l'offerente è

un'impresa già esistente e di provata solidità.

Le attività successive che il valutatore deve svolgere non sono dissimili da quelle abituali che riguardano ogni processo valutativo e che possono essere riassunte nella tavola seguente.



Nel presente lavoro si è prestata particolare attenzione alle criticità della fase preliminare. Gli adattamenti dei modelli valutativi che si rendono necessari per valutare le imprese che si trovano in condizioni di squilibrio fino a presentare tutti i margini negativi saranno invece del prossimo articolo dedicato a questo tema che avrà un taglio maggiormente pratico e operativo.