

## La valutazione delle imprese: considerazioni in merito al recente documento della Fondazione Nazionale dei Commercialisti

di Massimo Buongiorno - docente di Finanza aziendale presso l'Università Bocconi di Milano e Ca' Foscari di Venezia

*La Fondazione Nazionale dei Commercialisti nello scorso mese di luglio ha pubblicato un documento che ripensa alla valutazione delle imprese in crisi.*

*L'assenza di linee guida sia per quanto attiene ai recenti Principi Italiani di Valutazione sia per gli Ivs internazionali pone sicuramente un problema di interpretazione di molti aspetti critici di questa tipologia di processi valutativi caratterizzati da elevata complessità.*

*Le riflessioni contenute nel documento si pongono quindi il duplice obiettivo di porre in evidenza le maggiori criticità e di fornire un ampio supporto di letteratura come dimostra l'ampia bibliografia.*

### Il documento della Fondazione Nazionale dei Dottori Commercialisti: obiettivi e contenuti

Il 31 luglio 2015, la Fondazione Nazionale dei Dottori Commercialisti (Fnc) ha pubblicato a cura di Raffaele Marcello un documento dal titolo "La valutazione delle aziende in crisi: spunti e riflessioni".

L'obiettivo dichiarato di tale documento è quello di fornire indicazioni teoriche e di metodologia a quei professionisti che si trovano, come nella attuale situazione economica accade di frequente, a valutare imprese di situazione di "crisi".

Il documento si declina secondo tre aree principali di contenuti:

1. la definizione e l'inquadramento della crisi di impresa;
2. i fattori da considerare nel processo di valutazione e i metodi da preferire;
3. il contenuto, le riflessioni da evidenziare e il *wording* della relazione di stima.

### La definizione della crisi di impresa

Definire la crisi di impresa non è impresa agevole poiché i profili potenzialmente rilevanti sono molteplici.

Il documento distingue in primo luogo le definizioni di natura giuridica che sono prevalentemente rivolte alla qualificazione dello stato di insolvenza e le definizioni, più rilevanti per l'oggetto di studio, di natura economica che rintracciano la crisi nell'insieme dei fattori che anticipano l'insolvenza e che sono riconducibili a squilibri di natura economica (significative perdite anche a livello di risultato operativo) e di na-

tura finanziaria (incapacità a far fronte con regolarità ai pagamenti).

Il documento passa successivamente a esaminare, in sintesi, i diversi possibili indicatori che consentono l'individuazione dello stato di crisi.

Tali indicatori sono ricondotti a tre ambiti di analisi.

In primo luogo vi è un richiamo al lavoro di E. Altman che sicuramente può essere considerato uno dei maggiori studiosi che si sono occupati di *default* e di previsione di *default*.

In estrema sintesi, Altman nel suo primo lavoro del 1968 esaminò un certo numero di società americane quotate, alcune delle quali ancora in vita e altre fallite nell'ultimo anno. Per ciascuna di esse calcolò cinque indici di bilancio ritenuti più significativi coprendo un arco temporale di almeno tre anni. Per le società fallite gli indici erano calcolabili fino all'ultimo esercizio precedente il *default* poiché successivamente il loro bilancio non era più significativo. Proprio gli indici dell'esercizio precedente il *default* erano considerati con maggiore interesse poiché si potevano confrontare i valori delle società fallite con quelle rimaste in vita.

Utilizzando una tecnica statistica nota come analisi della discriminante Altman poté costruire "valori soglia" per ciascuno dei cinque indici. Ne risultò la seguente formula:

$$z\text{-score} = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 0,99X_5$$

dove:

$X_1$  = attività a breve - passività a breve / attività totali

$X_2$  = utili portati a nuovo / attività totali

$X_3 = \text{EBIT} / \text{attività totali}$

$X_4 = \text{capitalizzazione di mercato} / \text{passività totali}$

$X_5 = \text{ricavi} / \text{attività totali}$

Se il risultato ottenuto dall'applicazione della formula (*z-score*) è inferiore a 1,8 vi è un elevato rischio di *default*, per valori superiori a 3 il rischio è contenuto, nella fascia intermedia la salute dell'impresa è da monitorare con attenzione.

Il richiamo a Altman nel documento della Fcn è sicuramente appropriato tuttavia si colloca su un piano solamente teorico posto che i numeri citati si riferiscono a poche società quotate americane (circa 70) nel 1968. Successivamente sono stati fatti molti sforzi per migliorare il modello, in parte dallo stesso Autore e da altri. Per quanto attiene alle Pmi italiane si cita il lavoro di \_\_\_\_\_ che può costituire un valido supporto per il calcolo dello *z-score*.

Andrà, inoltre, considerato che lo *z-score* fornisce risultati probabilistici la cui capacità predittiva è funzione diretta della numerosità del campione e della qualità dei dati (ad esempio in merito all'affidabilità dei dati di bilancio). Si ritiene che i modelli pubblicamente disponibili siano attendibili al 70%.

Ben diversa è invece l'affidabilità dei dati utilizzati dal sistema bancario nell'applicazione di questo modello per la stima del *rating*. Basti pensare alla quantità di dati e informazioni di cui dispone una banca a copertura nazionale, spesso già in formato digitale e quindi facilmente lavorabile.

Un secondo profilo riguarda l'Isa Italia 570 inerente il *going concern* che definisce un insieme di fattori che rendono dubbia o difficile la continuità aziendale.

Si tratta di indicatori qualitativi e quantitativi ma non di indici di bilancio che paiono sicuramente rilevanti per il loro specifico contesto ma sono meno utili per una diagnosi anticipata della crisi. Ad esempio le indicazioni di cessazione del sostegno finanziario da parte dei finanziatori e altri creditori è chiaramente indicativo del probabile venir meno della continuità aziendale ma proprio per questo motivo non può che riguardare una fase conclamata della crisi aziendale. Il terzo profilo di analisi riguarda proprio l'analisi di quei fattori che anticipano la crisi nella sua fase più acuta.

I richiami di letteratura sono interessanti e condivisibili ma poveri di contributi operativi e molto sintetici.

Infine, si richiama di passaggio a conclusione del paragrafo un tema che ha invece centrale importanza nella individuazione della crisi. Tranne situazioni

molto particolari, già Guatri (Crisi e risanamento delle imprese, Ciri – Università Bocconi, 1986) notava che la crisi ha origine economica e quindi nell'incapacità dell'impresa di remunerare adeguatamente i fattori produttivi.

I recenti periodi di grande difficoltà per le imprese (il 2009 e poi tra la seconda metà del 2012 e l'inizio del 2013) hanno evidenziato come l'improvviso venir meno di volumi di vendita ha comportato l'impossibilità di adeguare i costi fissi e quindi perdite operative. Ove la contrazione dei volumi è continuata per periodi lunghi le perdite operative si sono tradotte in tensioni finanziarie sempre più rilevanti che danno alla crisi il tipico connotato di mancanza di liquidità per far fronte agli impegni assunti nei confronti dei fornitori, dei creditori finanziari e anche agli adempimenti tributari e previdenziali.

L'origine operativa della crisi rende imprescindibile l'esame dei principali indicatori di redditività (Roi, Ros, Turnover del capitale) ma anche di strumenti quali Eva che consentono di cogliere l'effettiva capacità di remunerare l'intero capitale investito.

## La valutazione delle imprese in crisi

La valutazione di una impresa in crisi è indubbiamente qualcosa di diverso rispetto alla valutazione di una impresa sana e in condizioni di normale funzionamento.

Il professionista chiamato a esprimersi sul valore dovrà osservare maggiori attenzioni e muoversi con una cautela diversa essendo concretamente possibile che non esista un futuro per l'impresa alla quale il valore viene attribuito.

In tal senso, molto correttamente nel documento della Fnc si richiama l'aspetto centrale del giudizio di continuità sottostante a ogni valutazione che nella crisi viene messo in discussione.

È del tutto evidente che la fase di avanzamento della crisi ha impatto rilevante sulle attività che il professionista deve svolgere.

Una transitoria contrazione dei volumi di vendita ai quali l'impresa ha risposto modificando il modello di *business* per meglio adeguarsi ai bisogni e ai gusti dei consumatori e che sta già mostrando risultati concreti può costituire una base adeguata al professionista per esprimersi con minori preoccupazioni.

Al contrario un vero e proprio *turnaround* con rilevanti impatti sulla struttura organizzativa e dei processi gestionali e con effetti ancora da verificare sul mercato pone il professionista di fronte a una valutazione con forti elementi di aleatorietà.

Pare assai corretto sul punto il richiamo ai Principi Italiani di Valutazione che insistono in maniera molto incisiva sulla rigosità del processo valutativo, recuperando importanti riferimenti di letteratura (uno per tutti Guatri, Bini, Trattato sulla valutazione delle Imprese, Egea, Milano, 2006 e poi 2011). Lo stesso Bini, in qualche misura anima dell'Oiv, dettaglia nella tabella citata per intero nel documento della Fnc quali debbano essere in generale le fasi del processo valutativo (ambientazione, architettura impianto, tecniche di valutazione e sintesi valutativa).

La prima fase che riguarda le condizioni generali all'interno delle quali si colloca la valutazione, è problematica per il professionista non solamente la "scelta di campo" della continuità aziendale ma anche la percorribilità del piano di ristrutturazione che richiede la valutazione.

Ad esempio, ove la valutazione fosse una perizia di conferimento, il professionista dovrà valutare anche la percorribilità dell'operazione straordinaria e il suo collocamento all'interno di un equilibrato percorso di risanamento.

La seconda fase è centrale nella valutazione di imprese in crisi. In particolare, il professionista dovrà disporre di una adeguata base informativa che riguarda in primo luogo il contesto competitivo (mercati di riferimento, struttura di settore) e solo successivamente le specificità dell'impresa da valutare. Il professionista deve, infatti, essere nella condizione di esprimersi in merito alla realizzabilità delle prospettive di risanamento non soltanto per quanto attiene alle condizioni interne ma anche a quelle esterne che richiedono normalmente un approfondimento specifico.

La sintesi di Bini ritiene che la base informativa debba necessariamente tradursi nella disponibilità di un piano aziendale che è l'insieme di proiezioni costruite su ipotesi aziendali.

Due sono i punti cruciali per le valutazioni di imprese in crisi.

In primo luogo, il piano di risanamento deve già esistere ed essere messo a disposizione del professionista. Con ciò si intende affermare che anche ove la valutazione fosse costruita su criteri diversi da quello dell'attualizzazione dei flussi futuri attesi (di reddito o di cassa), tali proiezioni dovranno comunque essere costruiti dall'azienda, altrimenti non si vede come si possa valutare il *going concern*. Il professionista esaminerà criticamente le ipotesi sulle quali le proiezioni sono costruite.

In tal senso è assai interessante il richiamo allo stan-

dard Aira in merito alle ipotesi sensibili che dovranno essere esplicitate con la massima chiarezza dal valutatore.

In secondo luogo, il professionista dovrà verificare che il piano di risanamento sia in grado di rimuovere i fattori che hanno condotto alla crisi. Egli dovrà quindi da un lato comprendere le cause della crisi e dall'altro darne riscontro nella relazione esplicitando e condividendo le soluzioni prospettate.

Il documento si occupa quindi di definire i metodi valutativi che paiono più corretti in un contesto di crisi. Vengono trattati:

1. il metodo misto patrimoniale con stima autonoma del *goodwill*;
2. il metodo *Discounted Cash Flow (Dcf)* in entrambi gli approcci *asset* ed *equity side*.

I metodi non vengono trattati in dettaglio ma la scelta dei due suddetti criteri appare una sorta di "*endorsement*", riconoscendoli come più opportunamente applicabili in un contesto di crisi.

Tale prospettiva appare ampiamente condivisibile, posto che il risanamento dell'impresa dovrà essere apprezzato nel tempo e quindi attraverso flussi prospettici che rientrano nella funzione di valore di entrambi.

La distinzione tra i due metodi è legata all'ancoraggio nel primo caso al valore corrente del patrimonio netto (o del capitale investito nella versione *asset side* non considerata nel documento). Il valore dell'avviamento misurato come sovrareddito si aggiunge al valore patrimoniale. Assai opportuna è la riflessione in merito alla rivalutazione dei cespiti che deve essere controllata in ragione della effettiva sostenibilità economica dei maggiori ammortamenti risultanti.

Rimane dubbia nel contesto di crisi l'adozione del metodo *tout court* così riportato nel documento. L'ipotesi di costanza del reddito non si adatta facilmente a un processo di ristrutturazione per sua natura graduale e capace di produrre risultati crescenti nel tempo. In luogo di un sovrareddito costante per un periodo predefinito di tempo è più opportuna una previsione del reddito e quindi l'adozione di sovraredditi variabili che andranno attualizzati a un tasso appropriato e successivamente sommati al patrimonio netto rettificato.

Non appare condivisibile la decisione contenuta nel documento Fnc di considerare il Dcf come un metodo di controllo. Esso costituisce invece un secondo metodo di valutazione di pari dignità rispetto al precedente che fonda il valore solamente sulla

capacità prospettica di realizzare flussi. In tal senso il valore del patrimonio esiste solamente se capace di generare ricchezza. È evidente che i due metodi sono approcci alternativi ma fondati sullo stesso presupposto: in assenza di capacità di creare ricchezza è difficile che un *asset* possa avere un valore corrente.

L'attualizzazione di flussi di cassa o di reddito è irrilevante solo per le imprese mature ma non per quelle di recente costituzione e quelle in ristrutturazione. In questi ultimi due casi, l'entità degli investimenti per sostenere la crescita o il *turnaround* è significativa e nettamente superiore agli ammortamenti comportando che nel primo periodo i flussi di reddito sono sempre superiori ai flussi di cassa. Il ricorso a questi ultimi è sicuramente preferibile per evitare sopravvalutazioni e tipicamente dovrà essere sviluppato attraverso proiezioni esplicite dei flussi per un arco temporale sufficiente alla stabilizzazione dei risultati derivanti dal *turnaround*. Tale considerazione trova puntuale trattazione nella conclusione del paragrafo dedicato ai metodi di stima.

Rimane infine il tema cruciale del trattamento dell'incertezza degli esiti della ristrutturazione che nel documento della Fnc viene risolto nella necessità che il rischio sia riflesso in modo coerente nei flussi e nei tassi (tali considerazioni valgono per entrambi i metodi considerati).

Cosa si voglia con tale affermazione non è chiarissimo, posto che nel prosieguo viene trattata solamente la parte relativa ai tassi richiamando l'attenzione che si deve avere per una opportuna stima dei parametri.

La considerazione dell'incertezza nei flussi avrebbe invece meritato maggiore attenzione, essendo difficile costruire, senza eccessive arbitrarietà, un tasso che includa il rischio del *turnaround*. Possono invece essere costruiti diversi scenari ai quali associare differenti esiti probabilistici. In tal modo il valore, ottenuto attualizzando i flussi al tasso espressivo di un rischio "normale", risulterebbe dalla media dei valori derivanti da ogni scenario ponderati per la relativa probabilità.

Nel documento si considera, infine, possibile l'utilizzo di valutazioni comparative di mercato (i cosiddetti multipli) tuttavia l'effettiva comparabilità tra le società che potrebbero costituire un campione e quella da valutare è da considerare con estrema attenzione e nella prassi è assai difficile ottenere dati sufficientemente affidabili.

## La relazione di valutazione

Il professionista che si esprime sul valore di una impresa in crisi svolge una delle attività più complesse e anche più rischiose.

Gli elementi di complessità sono ben rappresentati da quanto descritto sopra, i profili di rischio invece non sono richiamati nel documento ma assai evidenti.

Il professionista che ritiene che un'impresa in crisi abbia un valore compie, come detto, una scelta di campo che deve essere adeguatamente spiegata, supportando ogni decisione presa con motivazioni fondate su dati certi (ove possibile) e su ipotesi costruite su presupposti riscontrabili. Solitamente la valutazione dell'azienda in crisi rientra all'interno di un più complesso disegno che porta al risanamento; ne deriva che il professionista è parte di tale disegno e che in ipotesi di insuccesso e di successivo fallimento può essere chiamato a risponderne.

Tali motivi inducono a costruire la relazione di stima con molta attenzione e rispettando le linee guida richiamate dai principi internazionali di valutazione ma anche dai Piv.

In particolare si ritiene fondamentale nel contesto di crisi:

1. richiamare puntualmente tutte le fonti interne ed esterne utilizzate;
2. dettagliare tutte le ipotesi e in particolare quelle speciali che riguardano decisioni ancora da prendere ma che hanno un effetto importante sul valore (c.d. valore potenziale);
3. descrivere come le ipotesi sono state utilizzate ai fini della costruzione del modello valutativo. A maggior ragione tale aspetto è importante se il professionista ha ritenuto di discostarsi dal piano predisposto dall'impresa (solitamente in modo prudenziale).

## Considerazioni conclusive

La valutazione delle imprese in crisi richiede sicuramente particolare attenzione al professionista che deve muoversi il più possibile all'interno di ben riconosciuti percorsi teorici e applicativi.

In tal senso è condivisibile l'obiettivo del documento della Fnc che da un lato è di lettura agile (12 pagine di testo e 3 di bibliografia) ma dall'altro richiama numerosi e importanti riferimenti di letteratura e soprattutto di prassi codificata (Isv, Piv, Aira, documenti del Cndced, norme di comportamento dei sindaci) che possono costituire un punto di partenza per il

# OPERATIVITÀ

professionista che intenda documentarsi prima di avviare il processo valutativo.

Non sempre sono condivisibili le posizioni dell'Autore, ad esempio in merito alla superiorità del metodo misto, ma questo è normale trattandosi di temi che ancora non hanno ricevuto una definitiva sistematizzazione teorica e nella prassi.

Tra i limiti si ravvisa che il documento rimane a un elevato livello di astrattezza teorica non trovando quasi mai il conforto di esempi concreti rispetto all'oggetto della trattazione che rimane talvolta "appeso" senza che il lettore meno esperto possa comprendere fino

in fondo la portata delle considerazioni svolte.

Ciò è particolarmente evidente nella prima sezione dove i diversi percorsi per riconoscere la crisi non appaiono coordinati tra loro e non hanno né il pregio del rigore teorico né una reale applicabilità operativa (mancano ad esempio indicazioni in merito agli indici da utilizzare e una qualche considerazione relativa ai valori soglia).

In sintesi, il documento appare interessante nei presupposti e nella ricerca bibliografica ma un po' troppo "accademico" per essere stato pubblicato dalla fondazione di un ordine professionale.

 **Euroconference**  
E-Learning

**Percorsi E-Learning**



## *Matura Crediti Obbligatorii*



- ▶ **Pacchetto Materie Obbligatorie - 3 ore**  
*Crediti: 3 cfp* [accedi al sito >](#)
- ▶ **Excel Base per lo studio professionale**  
*Crediti: 8 cfp* [accedi al sito >](#)
- ▶ **Posta elettronica: scrittura e gestione efficace**  
*Crediti: 3 cfp* [accedi al sito >](#)