



Consiglio Nazionale
dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili

DOCUMENTO

VALUTAZIONE AZIENDE IN CRISI: CRITICITÀ E SPUNTI DI RIFLESSIONE

AREA DI DELEGA CNDCEC

**Principi Contabili e di
valutazione**

CONSIGLIERE DELEGATO

Elbano de Nuccio

COMMISSIONE DI STUDIO CNDCEC

Valutazione d'azienda

PRESIDENTE

Giovanni Liberatore

AGOSTO 2025



Commissione di studio CNDCEC “Valutazione d’azienda”

Consigliere CNDCEC delegato

Elbano de Nuccio, *Presidente CNDCEC e Consigliere delegato Area “Principi Contabili e di valutazione”*

Presidente

Giovanni Liberatore

Segretario

Francesco Dalla Sega

Componenti

Nicola Agnoli

Gigliola Di Chiara* (Coordinatore del Gruppo di lavoro)

Massimiliano Farina Briamonte*

Giovanni Galeandro*

Luca Malfatti

Vittoria Melchionda*

Giorgio Pellati*

Maurizio Ragno

Maria Francesca Talamonti*

Martino Zamboni

Ascanio Salvidio

Eugenio Zirone

Ricercatori

Matteo Pozzoli, *Ufficio Legislativo CNDCEC*

Nicola Lucido, *Ricercatore FNC*

Alessandra Pagani, *Ricercatore CNDCEC*

* Componente del Gruppo di lavoro



Sommario

SCOPO DEL DOCUMENTO	1
VALUTAZIONE AZIENDE IN CRISI IN OTTICA “GOING CONCERN”: ANALISI DELLE CAUSE DELLA CRISI - RISCHIOSITA’ DEL PIANO E CONTESTI VALUTATIVI	6
3.1 Analisi della rischiosità del piano di risanamento	8
3.2 Identificazione del contesto valutativo nella valutazione delle aziende in crisi	10
CONFIGURAZIONI DI VALORE E FINALITÀ DELLA VALUTAZIONE NELLE IMPRESE IN CRISI	11
3.1 Aspetti generali	11
3.2 Le finalità della valutazione nella crisi d’impresa	13
3.2.1 Premesse	13
3.2.2 Le possibili finalità valutative	14
3.3 Le configurazioni di valore nella valutazione delle imprese in crisi	16
3.3.1 Aspetti generali	16
3.3.2 Le diverse configurazioni di valore in situazioni di crisi aziendale	17
3.4 I possibili output valutativi	22
3.4.1 Valutazione	22
3.4.2 Parere valutativo	24
3.4.3 Parere di congruità	24
3.4.4 Calcolo valutativo	25
3.4.5 Revisione del lavoro di un altro esperto	25
4 LA BASE INFORMATIVA – IL BUSINESS PLAN – LA DECLINAZIONE DEL RISCHIO NELLA DEFINIZIONE DEI FLUSSI	27
4.1 La base informativa nella valutazione delle imprese in crisi	27
4.2 La declinazione del rischio nella definizione dei flussi aziendali	29
4.2.1 L’approccio per scenari e declinazione del rischio di insuccesso del piano	30
4.2.2 L’approccio del “valore di rendimento”	35
5 IL METODO FINANZIARIO NELLA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE IN CRISI: LA STIMA DEL TASSO E DEL TERMINAL VALUE	37
5.1 La definizione del tasso di attualizzazione	38
5.1.1 La determinazione del K_e	42
5.1.2 La determinazione del K_d	48



5.1.3	La determinazione della struttura finanziaria per la stima del WACC.....	49
5.2	La stima del <i>Terminal Value</i> (TV).....	52
5.2.1	Flusso da attualizzare nella stima del Terminal Value (TV)	55
5.2.2	Orizzonte temporale di riferimento per il calcolo del Terminal Value	61
5.2.3	Stima del tasso di crescita “g” (growth rate)	62
5.2.4	Tasso di attualizzazione nella stima del Terminal Value.....	65
6	CONCLUSIONI	66



1. SCOPO DEL DOCUMENTO

La stima del valore in contesti di “crisi” rappresenta, senza dubbio, uno dei campi di maggiore difficoltà per chi effettua valutazioni d’azienda. Le “aziende in crisi”, rispetto alle “aziende in condizioni ordinarie”, infatti, sono caratterizzate da un maggior profilo di rischio (*c.d. inherent risk*), correlato al fatto che il processo di risanamento passa attraverso l’attuazione di azioni correttive (ristrutturazione operativa e/o finanziaria), generalmente in discontinuità con il passato, di cui va tenuto conto nell’apprezzamento complessivo dei rischi nella costruzione della sintesi valutativa.

Nella prassi professionale, per stato di crisi si fa riferimento all’incapacità di adempiere non solo alle obbligazioni già assunte, ma anche a quelle prevedibili nel normale corso delle attività. Il passaggio da situazioni di successo/normalità a situazioni di crisi passa attraverso una fase di declino in cui l’impresa non crea valore ma lo distrugge¹.

La definizione di stato di crisi è stata trasfusa normativamente nell’art. 2, comma 1 lett a) del D.Lgs. n. 12 gennaio 2019, n. 14 (“Codice della Crisi”) come lo: “*stato del debitore che rende probabile l’insolvenza e che si manifesta con l’inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi*”.

Come precisato nei documenti OIV “*La valutazione delle aziende in crisi*” e “*CNDCEC – SIDREA “Linee guida per la valutazione delle aziende in crisi”*”, l’Esperto preliminarmente deve effettuare un’attenta analisi delle cause della crisi, della loro dimensione e diffusione sull’assetto strategico, gestionale, strutturale (SGS), dei tempi previsti per il *turnaround* e della percezione dello stato di crisi da parte di tutti gli stakeholder. Oltre all’esame delle cause, è poi necessario verificare il livello di gravità della crisi: maggiore è la gravità minori sono le alternative possibili per il recupero del valore. Conseguentemente, a seconda dei vari “contesti valutativi” (cfr. capitolo 2), il processo valutativo in ottica “*going concern*” può riguardare due direttrici, che possono essere anche compresenti:

- valore di un complesso “*as it is*”, ossia nel suo assetto strategico gestionale attuale, quale complesso funzionante;
- valore di un complesso “*as it may be*”, ossia nella configurazione che il complesso assumerà a seguito dell’attuazione di azioni correttive.

¹ Si vedano: CNDCEC, *Informativa e valutazione nella crisi di impresa*, 2015; G. Liberatore, A. Amaduzzi, E. Comuzzi, O. Ferraro (a cura di), *La valutazione delle aziende in crisi*, Giuffrè, Milano, 2014.

² Si vedano: CNDCEC – SIDREA, *Linee guida per la valutazione delle aziende in crisi*, 2016; OIV, *La valutazione delle aziende in crisi*, Discussion Paper 1/2025.



Le principali criticità sono essenzialmente riconducibili ai seguenti aspetti:

- estrema difficoltà nell’identificare procedimenti estimativi, applicabili alla generalità dei casi, stante le peculiarità che caratterizzano ogni situazione di crisi;
- assente, insufficiente o, comunque, inadeguata base informativa necessaria alla declinazione operativa delle metodiche valutative;
- carente apprezzamento del c.d. *inherent risk* dell’impresa, per via delle note difficoltà di conduzione di un’approfondita analisi fondamentale in contesti di crisi aziendale;
- scarsa trasparenza circa i prezzi di scambio dei capitali delle imprese in crisi, con la conseguente impossibilità di poter dedurre agevolmente, dalla loro osservazione, elementi di comparazione per il procedimento estimativo, quali ad esempio: fattori per la determinazione del costo del capitale nell’applicazione delle metodiche fondate sull’attualizzazione di flussi attesi (*income approach*); moltiplicatori per l’applicazione delle metodiche fondate sul confronto diretto con dati di mercato (*market approach*); saggi di crescita tanto a breve-medio periodo, che a lungo termine;
- mancanza di consolidate indicazioni specifiche afferenti ai procedimenti estimativi di aziende in crisi da parte degli *standard setter*³ di riferimento. Nel caso italiano, la Fondazione Organismo Italiano di Valutazione (“OIV”), a gennaio 2025 ha pubblicato il Discussion Paper n. 1/2025 - “La valutazione delle aziende crisi” (nel seguito per brevità anche “Discussion Paper 1/2025”).

Nella valutazione di aziende in crisi, come peraltro accade anche in altre fattispecie, la scelta della metodologia di stima è influenzata dal contesto di riferimento, dalla finalità dell’incarico e dalla configurazione di valore ricercata. Come meglio evidenziato nei Principi Italiani di Valutazione (“PIV”)⁴, la fase della scelta della metodica è successiva a quelle della formazione e dell’apprezzamento della base informativa e dell’analisi fondamentale (analisi contesto di mercato, *driver* di valore e loro evoluzione nel tempo, individuazione fattori di rischio e loro possibili effetti).

In tutti i contesti valutativi in cui viene ipotizzata la continuità, le metodiche maggiormente usate sono quelle basate sull’attualizzazione di flussi e quelle che esplicitano la creazione di valore (metodo misto patrimoniale reddituale UEC⁵).

Le metodiche *income approach* si basano sul presupposto che nessun partecipante al mercato sia disposto a riconoscere un valore superiore ai flussi che il complesso aziendale potrà generare nel corso della sua vita utile a quelle condizioni di rischio.

³ OIV (Organismo Italiano di Valutazione) - IVSC (International Valuation Standards Council).

⁴ Si veda: PIV § I.4.3.

⁵ Si veda: PIV § III.1.33.



Secondo i principi generali codificati nei PIV⁶, le stime di tipo reddituale sono eleggibili nelle situazioni aziendali stabilizzate, mentre nelle situazioni caratterizzate da fattori evolutivi sono generalmente da preferire le metodiche basate sull'attualizzazione dei flussi di cassa (*Discounted Cash Flow* o *DCF*), in cui vengono esplicitati gli effetti dei disallineamenti fra flussi di reddito e flussi finanziari correlati alle dinamiche del capitale circolante e delle politiche di investimento. In situazioni stabilizzate, i flussi reddituali sono allineati ai flussi finanziari, per cui le due metodiche portano a risultati simili.

È facile comprendere come nella valutazione di aziende in crisi, in cui il presidio della continuità passa attraverso un processo di risanamento, che in genere prevede azioni in forte discontinuità con il passato, le metodiche reddituali difficilmente possono essere idonee ad interpretare il valore in simili contesti.

Anche le metodiche comparative di mercato, secondo cui il valore viene determinato sulla base dei prezzi espressi in mercati regolamentati ovvero in negoziazioni private per quote di capitale della medesima azienda o aziende similari comparabili, risulta essere di difficile applicazione in contesti di crisi⁷. Seppur nel Discussion Paper 1/2025⁸ viene prevista la possibilità di usare le suddette metodiche anche in contesti di crisi, si ritiene che i correttivi da apportare sarebbero tanti e tali da rendere il risultato potenzialmente fortemente discrezionale.

Stante quanto sopra sinteticamente esposto, la metodica, nella prassi maggiormente usata nella stima del valore economico in contesti di crisi *nella prospettiva di continuità*, è il DCF.

Secondo i principi codificati dalle *best practices* e nei PIV, le valutazioni in ottica "*going concern*", secondo le metodiche "*income approach*", si basano su ipotesi implicite che, senza adeguati correttivi, potrebbero portare a risultati irrazionali:

- sostenibilità del *business model*;
- durata indefinita della vita dell'impresa;
- definizione rapporto di indebitamento *target*;
- identificazione degli investimenti e dei flussi di cassa normalizzati oltre il periodo di previsione esplicita;
- il costo del capitale viene definito secondo le metodiche classiche (CAPM); che dovrebbe remunerare solo il rischio sistematico.

Risulta particolarmente arduo apprezzare e descrivere correttamente, nel modello di valutazione, la transizione dal dato previsionale "esplicito" o "di periodo" alla condizione *steady state* e, quindi,

⁶ Si veda: PIV § III.1.32.

⁷ Si veda: CNDCEC – SIDREA, *Linee guida per la valutazione delle aziende in crisi*, 2016, par. 6.7.

⁸ Si veda: *L'uso dei multipli nella valutazione di cessione di rami aziendali o dell'azienda (anche in ottica continuità indiretta)* in OIV, *La valutazione delle aziende in crisi*, Discussion Paper 1/2025, par. 4.2.4.



determinare il flusso di riferimento rappresentativo del valore terminale. Come pure è problematica la determinazione dei tassi, per il trattamento dell'incertezza implicita tanto nei flussi della previsione esplicita, che di quello alla base del *terminal value*.

Giacché la contrapposizione tra il risultato di una valutazione dell'impresa condotta in ipotesi di *going-concern* e l'esito della sua liquidazione e/o cessione ("in blocco" o "atomistica"), costituisce la base delle decisioni degli organi della *governance*, degli investitori, degli organi di cui al Codice della Crisi, nel caso di adozione di strumenti ivi previsti, e, più in generale, di tutti gli *stakeholder*, ben si comprende come l'affidabilità del procedimento estimativo sia di importanza rilevante per la migliore e più razionale soluzione della crisi dell'impresa stessa, tanto in ambito stragiudiziale che giudiziale.

Come meglio precisato nel *Discussion Paper 1/2025*⁹, nella valutazione delle aziende in crisi, il requisito dell'*affidabilità* della stima del valore deve rispettare tre qualità:

1. la capacità di esprimere, nei valori di cessione o di liquidazione, il prezzo più probabile;
2. la capacità di esprimere, nei valori di funzionamento, un valore medio atteso, rispetto agli scenari possibili. Anche nei casi in cui vengono adottati gli strumenti previsti dal Codice della Crisi per cui è prevista la redazione di un piano attestato, i valori del piano generalmente identificano lo scenario più probabile (*most likely*) e non necessariamente rappresentano i "*flussi medi attesi*". I flussi medi attesi dovrebbero essere *unconditional* ovvero non condizionati al verificarsi di uno specifico scenario¹⁰;
3. la capacità di esprimere, nel valore dell'azienda riorganizzata, il prezzo futuro più probabile al realizzarsi del piano.

L'Esperto dovrà esplicitare le modalità di apprezzamento dei rischi correlati alla finalizzazione del processo di *turnaround*, evitando fenomeni di *double counting* in ossequio ad un generico rinvio al principio della prudenza.

Nel *Discussion Paper 1/2025*¹¹ viene precisato che, considerata la rilevanza delle valutazioni nel processo di gestione della crisi, l'Esperto dovrebbe sempre svolgere una *valutazione piena*. Secondo i principi esposti nella rete concettuale dei PIV, la valutazione piena¹², obbligatoria nelle valutazioni legali, prevede un giudizio di valore fondato sullo svolgimento completo del processo valutativo, che si sviluppa attraverso cinque fasi:

1. formazione e apprezzamento della base informativa;

⁹ Si veda: OIV, *La valutazione delle aziende in crisi*, Discussion Paper 1/2025, par. 2.2.

¹⁰ Si vedano: - OIV, *Linee guida per l'impairment test dopo gli effetti della pandemia*, Discussion paper 2/2021; M. Bini, *La valutazione delle aziende in crisi*, Egea, 2025, par. 6.1.2.

¹¹ Si veda: OIV, *La valutazione delle aziende in crisi*, Discussion Paper 1/2025, par. 2.2.

¹² Si veda: PIV § 1.4.3.



2. applicazione dell'analisi fondamentale;
3. selezione della/e metodologia/e di stima più idonee agli scopi della valutazione;
4. apprezzamento dei principali fattori di rischio;
5. costruzione di una razionale sintesi valutativa.

Poiché, come sopra evidenziato, le metodiche “*income approach*” si basano su ipotesi implicite tipiche di contesti non di crisi, nella presente guida operativa verranno forniti alcuni spunti di riflessione in merito alla declinazione operativa dei principi di carattere generale della metodica del DCF nella valutazione delle aziende in contesti di crisi. Verranno fornite alcune proposte operative in merito ai possibili correttivi, utilizzabili per migliorare la qualità del processo di costruzione della stima del valore economico e per evitare errori, con possibili impatti negativi anche nella scelta dell'eventuale strumento di regolazione della crisi più appropriato al caso concreto.

Scopo del presente documento è, quindi, quello di fornire alcuni spunti di riflessione e riferimenti di carattere pratico per supportare il lavoro dell'Esperto nella costruzione della sintesi valutativa, intervenendo, se del caso:

- nella stima dei flussi medi attesi, sia nel periodo esplicito che nel valore terminale, al fine di tener conto dei rischi correlati all'attuazione del piano (ponderazione per la probabilità di accadimento dei flussi condizionati ad uno specifico scenario - rischio di *execution* correlato alle assunzioni ipotetiche che stanno alla base della redazione del piano) e del rischio di *default* correlato al mancato successo del piano e della conseguente liquidazione dell'azienda;
- nella modellizzazione e determinazione del flusso del valore terminale;
- nella “costruzione” del tasso di attualizzazione dei flussi previsionali al fine di tener conto di rischi aggiuntivi rispetto al rischio sistematico non diversificabile espresso nelle metodiche classiche (CAPM).

Le considerazioni che verranno esposte nel prosieguo partono dal presupposto che nella valutazione di aziende in crisi non si tratta di introdurre nuovi principi¹³, ma solo di adottare alcuni correttivi nella declinazione operativa delle metodiche tradizionali al fine di renderle coerenti con il contesto valutativo, le finalità della valutazione e la configurazione di valore ricercata.

¹³ “L'esperto dovrebbe pertanto adottare i PIV anche nel caso di valutazioni in contesti di crisi aziendale. Le eventuali specificità della valutazione non disciplinate dai PIV, o che rendono i PIV non applicabili allo specifico contesto andrebbero chiarite dall'Esperto.” in OIV, *La valutazione delle aziende in crisi*, Discussion Paper 1/2025, par. 2.2.



2. VALUTAZIONE AZIENDE IN CRISI IN OTTICA “GOING CONCERN”: ANALISI DELLE CAUSE DELLA CRISI - RISCHIOSITA’ DEL PIANO E CONTESTI VALUTATIVI

Nella presente guida operativa la definizione di crisi assume una portata più ampia di quella contenuta nell’art. 2 del Codice della Crisi (cfr. Cap. 1). Un’impresa, invero, è da considerare a livello aziendale in crisi anche quando è iniziato un processo di declino (patologia generativa di distruzione del valore) che, in assenza di azioni correttive, può condurre ad una situazione di dissesto.

La valutazione di un’entità aziendale può avvenire in due diversi presupposti: *going concern* o liquidazione, presupposto che deve essere esplicitato nella relazione di valutazione (PIV § III.1.8). A differenza di quanto richiesto dall’OIC 11 in materia di redazione del bilancio d’esercizio, in cui il presupposto della continuità va valutato su un orizzonte temporale di 12 mesi, ai fini della costruzione della sintesi valutativa, l’Esperto dovrà forzatamente effettuare le opportune considerazioni su un orizzonte temporale più lungo. Conseguentemente, nell’ambito della costruzione dell’impianto valutativo, l’Esperto sarà chiamato ad un autonomo esercizio di scetticismo professionale al fine di:

- formulare un preliminare giudizio di ragionevolezza dell’assunto della continuità nel prevedibile futuro sulla base degli elementi informativi che deve raccogliere ai fini dell’espletamento dell’incarico;
- formulare un preliminare giudizio di coerenza dell’assunto della continuità con l’obiettivo della stima;
- apprezzare il rischio di continuità mediante opportune correzioni dei flussi attesi, del tasso di attualizzazione o di entrambi, ponendo particolare attenzione a fenomeni di *double counting*.

L’analisi preliminare della situazione di crisi, delle sue cause e del livello di gravità, rappresenta un elemento imprescindibile ai fini dell’*analisi fondamentale*¹⁴.

Un’accurata ricognizione delle cause è necessaria ai fini della verifica della fattibilità di un processo di risanamento, quindi, di prosecuzione dell’attività aziendale e della verifica della reversibilità o meno della crisi.

La distruzione di risorse finanziarie è correlata alla degenerazione di fattori economici, quindi, è in genere un sintomo ma non la causa della crisi. In rari casi si possono avere crisi finanziarie “pure” correlate all’utilizzo di uno strumento di finanziamento non coerente con la struttura degli impieghi.

¹⁴ Si vedano: PIV § 1.4.3 e seguenti.



Di seguito, a titolo esemplificativo e non esaustivo, si riportano le cause di declino/crisi maggiormente frequenti nella prassi:

- *di origine esterna*: crisi che colpiscono l'intero sistema economico (COVID 19), oppure particolari settori dell'economia (settore automobilistico nell'era della transizione a prodotti *green*) che possono essere di tipo strutturale o congiunturale;
- *di origine interna*: possono essere di molteplice natura e, troppo spesso, non vengono intercettate, attribuendo erroneamente a fattori esterni, ciò che invece poteva essere risolto e gestito dall'impresa in maniera controllata. Fra le più frequenti:
 - incapacità di mantenere costi competitivi;
 - modello di *business* superato;
 - carenze sul fronte *marketing*;
 - inefficienza nei processi produttivi;
 - inadeguatezza dell'assetto organizzativo e della programmazione e controllo di gestione, mancanza di professionalità adeguate¹⁵;
 - incapacità di gestire il cambiamento attraverso l'innovazione;
 - errata valutazione nelle decisioni di *make or buy*.

Dopo aver compreso le cause della crisi, l'Esperto dovrà comprenderne il livello di gravità. Tale analisi va condotta sotto due profili rilevanti ai fini della costruzione dell'impianto valutativo¹⁶:

- i. profilo finanziario misurato dalla *c.d. moneyness dell'equity* (differenza fra *enterprise value* e valore nominale del debito):

Enterprise value > valore nominale del debito	Condizione di illiquidità e capitalizzazione insufficiente per poter essere competitiva
Enterprise value = valore nominale del debito	L'azienda non ha patrimonio
Enterprise value < valore nominale del debito	L'azienda ha un patrimonio negativo c.d. insolvenza tecnica

- ii. profilo operativo misurato dalla "*parità competitiva*" ovvero della capacità di remunerare il capitale investito a costi di rimpiazzo, quindi di conservare e non distruggere il valore del capitale investito. Nella valutazione d'azienda la condizione di "*parità competitiva*" è quella in cui l'azienda è in grado di garantire un rendimento del capitale investito (ROIC) almeno pari al

¹⁵ Molto spesso nelle PMI la configurazione di corporate governance non garantisce la necessaria articolazione funzionale dei processi decisionali che possano garantire adeguati meccanismi di early-warning.

¹⁶ Si veda: *Definizione del percorso valutativo* in OIV, *La valutazione delle aziende in crisi*, Discussion Paper 1/2025, par. 4.1.1.



costo del capitale, condizione necessaria per conservare il capitale investito. La condizione di parità competitiva prevede l'assenza:

- di *vantaggi competitivi*, che si tradurrebbero in rendimenti del capitale investito superiori al costo del capitale e conseguentemente in creazione di valore;
- di *svantaggi competitivi*, che si tradurrebbero in rendimenti del capitale investito inferiore al costo del capitale e conseguentemente in distruzione di valore.

Redditività del capitale investito <i>core</i> ripreso a costi di rimpiazzo > del costo del capitale	L'impresa genera valore
Redditività del capitale investito <i>core</i> ripreso a costi di rimpiazzo = del costo del capitale	L'impresa è in grado di conservare il capitale
Redditività del capitale investito <i>core</i> ripreso a costi di rimpiazzo < del costo del capitale	L'impresa distrugge valore

L'assunzione che un'azienda possa durare nel tempo, **presuppone la sussistenza della capacità di conservare il valore del capitale investito, quindi condizione necessaria affinché la stessa possa essere valutata in una prospettiva indefinita senza azioni correttive.** In estrema sintesi le aziende che non rispettano la suddetta condizione sono potenzialmente a rischio di non sopravvivenza, rischio che prescinde dal livello di indebitamento. Anche nel caso limite di un'azienda interamente finanziata da mezzi propri il fatto di avere un rendimento del capitale investito inferiore al costo del capitale (distruzione di valore) le precluderebbe la possibilità di raccogliere il capitale necessario per il rimpiazzo delle attività necessarie allo svolgimento del *business*.

L'entità della gravità della crisi è inversamente proporzionale al ventaglio delle soluzioni praticabili: tanto più la crisi è grave, tanto minori sono le possibilità di attuare, con successo, un processo di risanamento.

2.1 Analisi della rischiosità del piano di risanamento

Nella valutazione delle aziende in crisi, basate su metodiche *income approach* (attualizzazione dei flussi di reddito/finanziari), oltre al normale rischio sistematico di *business*, l'Esperto dovrà apprezzare anche i rischi correlati all'attuazione del piano. A tal fine, come già precisato, si pone particolare enfasi sul fatto che l'affidabilità¹⁷ della valutazione, nel caso di aziende in crisi, rispetti tre requisiti:

- a) capacità di esprimere valori di cessione o di liquidazione al prezzo più probabile;

¹⁷ Si veda: OIV, *La valutazione delle aziende in crisi*, Discussion Paper 1/2025, par. 2.2.



- b) capacità di esprimere, nei valori di funzionamento, un valore medio atteso rispetto agli scenari possibili;
- c) capacità di esprimere, nel valore dell'azienda riorganizzata (*reorganization value*), il prezzo futuro più probabile al realizzarsi del piano.

Stante quanto sopra esposto, è facile comprendere come, nella valutazione delle aziende in crisi, oltre al normale rischio sistematico, incluso nella stima del costo del capitale, vadano individuati e declinati i rischi correlati all'attuazione del piano ed alla sua probabilità di insuccesso, con conseguente *default*. I rischi da considerare, in relazione alle diverse configurazioni di valore ricercate, sono essenzialmente due¹⁸:

1. *Rischio del piano inteso come dispersione dei possibili risultati realizzabili*, di cui tener conto nella configurazione di valore "*reorganization value*" (si rinvia alla definizione riportata nel par. 3.3.2): in questa tipologia sono ricompresi:
 - a) *Rischio scenario*: a differenza di ciò che avviene in contesti non di crisi, i flussi desumibili dal piano (anche attestato ai sensi del Codice della Crisi) potrebbero riferirsi ad uno specifico scenario ritenuto maggiormente probabile, dunque non necessariamente possono essere considerati *flussi medi attesi*. Secondo le *best practices*¹⁹, la distinzione assume particolare rilevanza in ambito valutativo:
 - se i flussi non sono condizionati ad uno specifico scenario (*flussi unconditional*), ovvero sono medi attesi, gli stessi vengono scontati al costo del capitale;
 - se i flussi sono condizionati ad uno specifico scenario (*flussi conditional*), normalmente il più probabile, su cui magari l'attestatore ha formulato il proprio giudizio sulla fattibilità (valutazione prognostica circa la realizzabilità de risultati attesi contenuti nel piano), il tasso di sconto deve tener conto di un premio di rischio aggiuntivo per considerare che i flussi da scontare non sono flussi medi attesi in senso statistico (flussi dei diversi possibili scenari ponderati per la probabilità di manifestazione di ciascun scenario).
 - b) *Rischio di execution*: trattasi di rischio correlato al fatto che il piano è basato su assunzioni anche di natura *ipotetica*, ovvero iniziative non sperimentate prima (lancio di nuovi prodotti o comunque di iniziative prive di riscontri obiettivi desumibili dall'analisi storica dell'impresa o di società comparabili). In linea di principio, il premio per il rischio di

¹⁸ Si veda: OIV, *La valutazione delle aziende in crisi*, Discussion Paper 1/2025, cap. 6.

¹⁹ Si veda: OIV, *L'uso dell'informazione finanziaria prospettica nella valutazione di azienda*, Discussion Paper 01/2021, par. 1.3 e 1.4.



execution dovrebbe esprimere lo *spread* che un investitore dovrebbe richiedere fra il tasso interno di rendimento di un nuovo investimento ed il costo del capitale.

2. *Probabilità di insuccesso del piano*: oltre ai rischi propri di esecuzione del piano (scenario e *execution*), come sopra definiti, nel caso in cui la configurazione di valore ricercata sia il valore di mercato, sarà necessario tener conto della probabilità di insostenibilità del piano e di conseguente possibile *default*. Il suddetto rischio può essere apprezzato sulla base di due diverse modalità²⁰:

- a) stimando la probabilità di insuccesso del piano e ricavando il valore come media ponderata in base alle rispettive probabilità attribuibili, da un lato, al valore dell'azienda, come risulta dal piano di riorganizzazione, e, dall'altro, al valore di liquidazione;
- b) impiegando un tasso di sconto dei flussi che consideri specificatamente quel rischio, prendendo a riferimento:
 - i tassi di rendimento richiesti dai finanziatori specializzati in investimenti in aziende caratterizzate da un elevato rischio. Il rendimento richiesto da fondi specializzati esprime un tasso che già incorpora il premio per il *rischio di scenario* e di *excution del piano* (rischi legati alla natura *conditional* dei flussi di piano);
 - mediante la definizione di un premio di rischio determinato sulla base del *mortality rate*, con: % incremento del tasso di attualizzazione = $[Mr/(1-Mr)]$, o mediante il *default spread* determinato sulla base della correlazione fra modello Z Score di Altman e classi di *rating* di Standard & Poors. Sul punto si rinvia a quanto esposto nel par. 5.1.1.

2.2 Identificazione del contesto valutativo nella valutazione delle aziende in crisi

Al fine di poter condurre un processo valutativo in maniera razionale, non si può prescindere dall'identificazione di vari contesti valutativi, definiti sulla base delle cause che hanno innestato il processo di deterioramento dei valori. A seconda del grado di avanzamento dei fenomeni patologici, la gestione di una crisi aziendale può collocarsi in diversi contesti²¹:

- a) Azienda in tensione finanziaria: l'azienda si trova in una situazione di temporaneo squilibrio finanziario, ovvero i flussi dell'attività operativa, non sono in grado di garantire la copertura dei flussi finanziari. La temporanea difficoltà ad adempiere potrebbe sfociare in un'insolvenza prospettica. Trattasi di un contesto in cui i flussi reddituali e finanziari si riducono, ma non si ha ancora una situazione di conclamata distruzione di

²⁰ Si veda: OIV, *La valutazione delle aziende in crisi*, Discussion Paper 1/2025, pag. 68.

²¹ Si veda: CNDCEC – SIDREA, *Linee guida per la valutazione delle aziende in crisi*, 2016, cap. 2.



valore. L'azienda è in condizioni di equilibrio reddituale, seppur non in linea con le aspettative di remunerazione del capitale di rischio. La soluzione della crisi, in questi contesti, passa in genere attraverso processi di trasformazione pienamente controllati mediante accordi con banche e partner strategici²²;

- b) Azienda in disequilibrio economico e in crisi reversibile: è una situazione in cui l'azienda non è più in grado di garantire la regolare copertura dei fabbisogni finanziari, la redditività è compromessa, pur potendosi ragionevolmente presupporre la continuità aziendale, a condizione che venga attuato un processo di turnaround con conseguente discontinuità fra i valori economici finanziari attuali e quelli che ci si attende al termine del processo di risanamento. La caratteristica di questo contesto valutativo è costituita dalla possibilità di ripristino dell'equilibrio economico attraverso interventi operativo/industriali di risanamento considerati fattibili;
- c) Azienda in disequilibrio economico e in crisi irreversibile: trattasi del contesto in cui il disequilibrio economico - finanziario è irreversibile: l'azienda non è più in grado di garantire la regolare copertura dei fabbisogni finanziari e la redditività è totalmente compromessa, senza ragionevoli possibilità di ripristinare l'equilibrio finanziario. Trattasi del contesto in cui è necessario fare il possibile per limitare i danni e salvare, per quanto possibile, il valore dei complessi organizzati e degli elementi patrimoniali. Il contesto di riferimento è di ottica liquidatoria parziale o totale.

3. CONFIGURAZIONI DI VALORE E FINALITÀ DELLA VALUTAZIONE NELLE IMPRESE IN CRISI

3.1 Aspetti generali

Nel contesto di crisi in precedenza delineato, si rende necessario un approccio valutativo che sappia adeguatamente considerare le specificità del contesto, adattando i modelli e i principi teorici ai casi pratici.

In linea generale, può affermarsi che le valutazioni d'azienda si caratterizzano e si differenziano sulla base – quanto meno – di cinque diversi profili:

- la finalità della valutazione;

²² Accordi che potrebbero essere gestiti nell'ambito della Composizione Negoziata ex art. 12 e seguenti CCII o altri strumenti di ricomposizione della crisi ivi previsti.



- la configurazione di valore;
- l'oggetto della valutazione;
- l'unità di valutazione;
- la data di riferimento della valutazione.

Tali elementi sono, tipicamente, oggetto di attenta analisi preliminare da parte dell'Esperto valutatore, il quale è chiamato, prima di procedere con la determinazione del valore propriamente detta, a delineare con attenzione il contesto di riferimento dell'attività che è chiamato a svolgere.

Qualora il lavoro dell'Esperto sia svolto nell'ambito degli strumenti di ricomposizione della crisi, di cui al Codice della Crisi, va tenuto conto del quadro giuridico dei possibili istituti ivi disciplinati:

- *Composizione negoziata (artt. 12-25-septies Codice della Crisi)*: trattasi di un percorso negoziato, che non ha natura di procedura concorsuale, finalizzato alla risoluzione della crisi mediante la conclusione di accordi con i creditori, in cui l'imprenditore è affiancato da un esperto indipendente dotato di specifici requisiti di professionalità. Qualora le trattative avviate nella prospettiva del risanamento non abbiano portato ad una soluzione idonea al superamento della situazione di squilibrio patrimoniale economico-finanziario, il debitore può accedere al concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio;
- *Piano attestato di risanamento (art. 56 Codice della Crisi)*: trattasi di uno strumento di risanamento che interviene in una fase stragiudiziale e in via puramente negoziale, senza alcun intervento omologatorio da parte dell'autorità giudiziaria, quindi di natura non concorsuale;
- *Accordi di ristrutturazione dei debiti (artt. 57-64 quater Codice della Crisi)*: gli accordi di ristrutturazione si configurano come uno strumento negoziale, soggetto ad omologazione, di regolazione della crisi di impresa, che consente all'imprenditore, in stato di crisi o di insolvenza, il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa. È prevista una versione agevolata ed una ad efficacia estesa, con differenti modalità nell'*iter* di approvazione;
- *Concordato preventivo (artt. 84-120 quinquies Codice della Crisi)*: può realizzarsi in continuità, diretta o indiretta, oppure con liquidazione del patrimonio.
- *Liquidazione giudiziale (artt. 221-283 Codice della Crisi)*.

Il corretto inquadramento del *framework* all'interno del quale si innesta la valutazione rappresenta, difatti, condizione necessaria per un'adeguata e ponderata analisi valutativa.

Anche per le aziende in crisi valgono le medesime considerazioni su esposte: d'altro canto, la valutazione delle aziende in crisi altro non è se non una particolare declinazione della disciplina della valutazione aziendale, laddove – da un lato – devono ritenersi vevoli gli stessi principi e le stesse



regole generali, dall'altro è necessario considerare che alcuni specifici profili richiedono delle considerazioni *ad hoc*.

In particolare, può affermarsi che la finalità della valutazione è l'aspetto che maggiormente caratterizza e differenzia, rispetto a situazioni che possono definirsi "fisiologiche", la valutazione di un'azienda che versi in uno stato di crisi; a sua volta, la finalità della valutazione si riflette, come ben noto, nella scelta della configurazione di valore più corretta e, indirettamente, nel tipo di *output* valutativo e nella scelta della metodologia applicabile.

Pertanto, nel paragrafo 3, dopo aver chiarito quali sono le finalità che una valutazione può assumere quando oggetto di analisi è un'impresa che versa in uno stato di crisi, si analizzeranno le diverse declinazioni che, nella prospettiva in esame, possono assumere le configurazioni di valore, per poi procedere con una breve analisi dei diversi *output* valutativi.

3.2 Le finalità della valutazione nella crisi d'impresa

3.2.1 Premesse

Identificare la finalità della valutazione è il punto di partenza per qualsiasi processo valutativo e condiziona profondamente tanto l'approccio metodologico, quanto il risultato ottenuto; in altre parole, il "perché" dietro la valutazione, che determina "come" tale valutazione viene eseguita.

In contesti di crisi, una corretta e circostanziata individuazione della finalità valutativa assume una rilevanza, se possibile, ancor più cruciale, per effetto dell'impatto che ha su (i) metodi **di valutazione scelti** e (ii) configurazioni **di valore ricercate**.

In contesti di crisi, può affermarsi che la valutazione d'azienda (i) rappresenta l'imprescindibile presupposto per permettere decisioni tempestive e coerenti con il contesto economico e giuridico in cui l'azienda si trova, (ii) garantisce trasparenza e credibilità nei confronti dei creditori, degli investitori e degli altri *stakeholder*, facilitando il dialogo tra le parti coinvolte, (iii) diventa uno strumento cruciale per comprendere il valore attuale e futuro dell'impresa, (iv) guida i processi decisionali in merito alle scelte strategiche e (v) fornisce una base oggettiva per operazioni di ristrutturazione/risanamento o liquidazione.

L'importanza e la centralità della valutazione in contesti di crisi spiega, dunque, come una corretta comprensione delle finalità della valutazione stessa sia imprescindibile per poter individuare un'architettura valutativa adeguata al contesto, dal momento che l'impresa in crisi si trova in una condizione di rischio operativo e/o finanziario che rende necessario – ancor più che in contesti non caratterizzati da uno stato di crisi – un approccio su misura per stimare correttamente il suo valore.



Ciò premesso, deve rilevarsi che, in situazioni di crisi aziendale, i processi valutativi possono essere contestualizzati all'interno di quattro macro-categorie chiave, individuate sulla base del tipo di leva strategica che si intende mettere in atto per affrontare, gestire e risolvere lo stato di crisi:

- a) risanamento;
- b) ristrutturazione del debito;
- c) operazioni straordinarie;
- d) liquidazione.

Tali leve si declinano e si combinano, in vario modo, all'interno dei diversi strumenti di regolazione della crisi d'impresa previsti dalla normativa, come ad esempio il piano attestato di risanamento, gli accordi di ristrutturazione dei debiti, o il concordato preventivo (per citare i principali), i quali sovente richiedono la necessità di attivare processi valutativi le cui finalità, sebbene presentino profili comuni (supportare decisioni strategiche, garantire la fattibilità del piano e ottenere il consenso dei creditori), hanno specificità che possono variare significativamente in base alle circostanze, alla natura dello strumento utilizzato e agli obiettivi che l'impresa intende perseguire.

Nel par. 3.2.2 verrà fornita una breve panoramica di quali possono essere le finalità essenziali delle valutazioni nell'ambito della gestione della crisi d'impresa, partendo dalle quattro leve strategiche su cui, in misura variabile, può incardinarsi ciascun singolo strumento.

3.2.2 Le possibili finalità valutative

Risanamento

Quando l'obiettivo della soluzione adottata per risolvere lo stato di crisi dell'azienda è il risanamento, l'impresa punta a superare tale *status* attraverso una serie di azioni (di natura operativa e/o finanziaria) finalizzate al ripristino di uno stato di equilibrio patrimoniale, economico-finanziario e delle fisiologiche condizioni di attività aziendale.

In questo caso, le valutazioni sono solitamente finalizzate a verificare se esistono le condizioni per una ripresa sostenibile; in linea generale, può affermarsi che le valutazioni effettuate nell'ambito di un piano di risanamento devono (i) stabilire se l'azienda può generare sufficiente valore per sostenere le sue passività e (ii) definire un valore d'impresa che tenga conto dei cambiamenti strutturali proposti.

Nell'ambito degli strumenti di gestione della crisi, l'Esperto può dunque essere chiamato a valutare:

il c.d. *reorganization value*²³; in particolare nel contesto di un **piano attestato di risanamento** o di un **accordo di ristrutturazione dei debiti**, la valutazione può intendersi finalizzata a dimostrare ai creditori che l'azienda ha una probabilità ragionevole di risollevarsi, fornendo ai creditori stessi elementi utili

²³ Per la definizione di "*reorganization value*" si veda infra, par. 3.3.2.



per supportare un piano che offra una prospettiva di continuità e soddisfazione dei debiti nel lungo termine.

Liquidazione

Qualora lo strumento di risoluzione della crisi prescelto preveda l'ipotesi di una liquidazione o di cessione di beni per soddisfare i creditori, la finalità della valutazione cambia radicalmente, vertendo sulla corretta determinazione del valore degli *asset* dell'impresa.

Le valutazioni finalizzate a uno scopo di tipo liquidatorio mirano principalmente a:

- stimare il valore di liquidazione degli *asset* aziendali e determinarne l'eventuale valore residuale;
- stimare il valore di rami d'azienda o di singole unità produttive;
- effettuare **un confronto con lo scenario liquidatorio**.

Nell'ambito degli strumenti di gestione della crisi, l'Esperto può dunque essere chiamato a valutare²⁴:

- il valore di *liquidazione forzata e atomistica*²⁵ delle singole attività (da cui ricavare il degrado dei creditori privilegiati): trattasi di valore di cessione che deve tener conto della loro specificità e di un processo di vendita competitiva;
- il valore di *liquidazione forzata*²⁶ *dell'azienda in continuità alla data corrente*: questo valore deve riflettere il rischio di ristrutturazione e del possibile insuccesso della ristrutturazione stessa. Il valore di liquidazione viene determinato applicando uno sconto al valore di mercato, correlato alla particolare debolezza del debitore ed inversamente proporzionale all'attrattività dell'azienda per i potenziali acquirenti;
- il valore di *liquidazione ordinaria*²⁷ *o accelerata*²⁸ di parti dell'azienda o di singole attività o di partecipazioni a date future.

²⁴ Si veda: OIV, *La valutazione delle aziende in crisi*, Discussion Paper 1/2025.

²⁵ "La liquidazione forzata assume che ciascuna attività sia ceduta separatamente con un'adeguata pubblicità nell'ambito di una vendita obbligatoria che normalmente assume la forma di asta" in OIV, *La valutazione delle aziende in crisi*, Discussion Paper 1/2025, par. 121 lett. c). Ad esempio, nel caso in cui l'azienda venga ceduta tramite una procedura d'asta nell'ambito di una liquidazione giudiziale.

²⁶ *Ibidem*.

²⁷ "La liquidazione ordinata assume che ciascuna attività sia ceduta separatamente con un ragionevole arco temporale di esposizione al mercato. Tale periodo è funzione di specifici fatti e circostanze e del tipo di attività che deve essere liquidata" in OIV, *La valutazione delle aziende in crisi*, Discussion Paper 1/2025, par. 121 lett. a). Ad esempio, la cessione di una partecipazione *non-core* prevista nell'ambito di un piano di risanamento che preveda la dismissione delle attività non strategiche.

²⁸ "La liquidazione accelerata (*quick sale*) assume che ciascuna attività sia ceduta con un'esposizione al mercato inferiore a quella richiesta per una liquidazione ordinata. La vendita normalmente non avviene in forma d'asta pubblica, ma in forma di ricerca autonoma (o tramite intermediari) di controparti interessate." in OIV, *La valutazione delle aziende in crisi*, Discussion Paper 1/2025, par. 121 lett. b). Ad esempio, nel caso in cui un'azienda venga ceduta nell'ambito di un piano di ristrutturazione che richieda di effettuare disinvestimenti di alcune attività o di alcuni *business* in tempi rapidi, al fine di superare uno stato di illiquidità dell'impresa, tali da impedire un normale periodo di commercializzazione.



Operazioni straordinarie

Sovente le aziende in crisi si trovano ad essere oggetto di acquisizione o di affitto da parte di altre imprese che, nell'operazione straordinaria, intravedono opportunità di **sinergie** o, comunque, altri vantaggi strategici. In tali casi, la finalità della valutazione diventa quella di comprendere il “**valore potenziale**” dell'impresa, tenendo conto della crisi in cui essa si trova, ma anche, allo stesso tempo, delle sinergie ottenibili dall'acquisizione.

Le valutazioni incardinate all'interno di operazioni di tipo straordinario mirano principalmente a:

- valutare il potenziale dell'azienda di generare valore, una volta ristrutturata o integrata nell'acquirente;
- identificare gli *asset* strategici che potrebbero avere un valore superiore rispetto a quello che si otterrebbe in una liquidazione;
- calcolare il valore di mercato dell'azienda considerando sia la sua situazione attuale, sia il valore che l'acquirente potrebbe ritrarne attraverso sinergie di tipo operativo o finanziario;
- fornire una stima su cui basare la determinazione del canone equo di affitto dell'azienda.

Nell'ambito degli strumenti di gestione della crisi, l'Esperto può dunque essere chiamato a valutare:

- il canone di affitto dell'azienda o di parti di essa²⁹: canone che un generico partecipante al mercato potrebbe riconoscere, tenuto conto dei costi del dissesto e della loro reversibilità;
- il valore dell'*equity* dell'azienda, per diverse finalità: a) trasformazione del debito in *equity*; b) aumento di capitale con rinuncia al diritto di voto; c) transazioni fra soci; d) operazioni di finanza straordinaria; e) recesso.

Ristrutturazione del debito

Le aziende in crisi necessitano, nella quasi totalità dei casi, di **rinegoziare il proprio debito**.

In linea generale, le valutazioni finalizzate alla ristrutturazione del debito mirano a:

- analizzare la capacità di rimborso dell'azienda a fronte di nuovi termini di pagamento;
- stimare i flussi di cassa futuri necessari a servizio del debito ristrutturato;
- determinare il valore degli *asset* che possono essere utilizzati come garanzia o fonte di liquidità per soddisfare parte della debitoria.

3.3 Le configurazioni di valore nella valutazione delle imprese in crisi

3.3.1 Aspetti generali

²⁹ Si veda: OIV, *La valutazione delle aziende in crisi*, Discussion Paper 1/2025, par. 95, lett. d).



L'individuazione della configurazione di valore più appropriata rappresenta un passaggio cruciale nella definizione dell'architettura valutativa, poiché costituisce – in qualche modo – la prima declinazione concreta delle finalità della valutazione stessa.

In questa prospettiva, ogni finalità richiede un approccio valutativo differente, che porta alla selezione di una specifica configurazione di valore, che deve essere coerente con il contesto valutativo di riferimento.

Più in generale, può affermarsi che la scelta della configurazione di valore è strettamente legata ai seguenti fattori: (i) **finalità valutativa**, (ii) **contesto**, (iii) **tipo di transazione**.

Nel caso di imprese in crisi, i fattori di instabilità, le incertezze sulla continuità aziendale e l'erosione del capitale rendono a maggior ragione necessaria una definizione chiara del concetto di valore da applicare.

Anche per un'impresa in crisi, le configurazioni di valore forniscono dunque un *framework* indispensabile per adattare la valutazione al contesto specifico, laddove la scelta della configurazione influenza, a sua volta, **la scelta del metodo valutativo, l'apprezzamento dei principali fattori di rischio e la comunicazione dei risultati**³⁰.

In questo contesto, i PIV si propongono come riferimento normativo e metodologico per orientare il lavoro dei professionisti, uniformare e standardizzare il processo valutativo, introducendo concetti chiave come, per l'appunto, le configurazioni di valore.

Le configurazioni di valore individuate nei PIV e nel *Discussion Paper* n. 1/2025 rappresentano il *framework* concettuale di riferimento ai fini della corretta identificazione e determinazione della configurazione di valore da applicare in funzione del contesto operativo e degli obiettivi della valutazione.

3.3.2 Le diverse configurazioni di valore in situazioni di crisi aziendale

Adottando un approccio sostanzialmente coerente con gli *International Valuation Standards* ("IVS"), i PIV prevedono che il valore di un'azienda possa essere declinato in sei diverse configurazioni:

- valore di mercato;
- valore di investimento;
- valore negoziale equitativo;
- valore convenzionale;
- valore di smobilizzo;

³⁰ Una definizione chiara della configurazione di valore aiuta a evitare incomprensioni tra valutatori e *stakeholder*, garantendo che il valore stimato risponda alle esigenze specifiche della valutazione.



- valore intrinseco.

Prima di procedere con un'analisi del significato che ciascuna delle suddette configurazioni di valore assume quando oggetto di valutazione è un'azienda in crisi, vale la pena ricordare che, sul punto, le *“Linee guida per la valutazione di aziende in crisi”* redatte dal CNDCEC e da SIDREA specificano, con riferimento alle valutazioni a supporto dei piani di risanamento e degli accordi di ristrutturazione, che la valutazione *“A meno che le circostanze specifiche dell’incarico non impongano diversamente [...] dovrà orientarsi sulle configurazioni di valore che esprimono il valore che la generalità dei partecipanti al mercato attribuirebbe all’azienda in funzione dei benefici che essa può produrre in normali condizioni di gestione”*.

Valore di mercato

Il valore di mercato, come definito nei PIV (e negli IVS), rappresenta il prezzo al quale un *asset*, una passività o un'entità aziendale potrebbe essere verosimilmente negoziato dopo appropriato periodo di commercializzazione, in un libero mercato tra un acquirente e un venditore, ciascuno operante in condizioni di piena informazione e in assenza di coercizione.

Tale valore non tiene conto di circostanze particolari attribuibili al venditore o all'acquirente, e si basa sul principio del c.d. *“highest and best use”* dell'attività, ossia l'utilizzo che massimizza il valore del bene, indipendentemente dall'uso attuale.

Nel caso di un'azienda in crisi, può accadere che il concetto di valore di mercato perda, in un certo senso, parte della sua significatività, poiché l'azienda può trovarsi (*rectius*: ragionevolmente si trova) in una condizione di emergenza tale da ridurre, in misura variabile a seconda del contesto, il numero di acquirenti potenziali e, in ultima analisi, la possibilità di negoziare in modo equilibrato³¹.

Ne consegue che il valore di mercato di un'azienda in crisi può essere significativamente ridotto rispetto a quello di un'impresa sana o, addirittura, non esistere in senso stretto; nello specifico, i fattori che influenzano il valore di mercato nelle imprese in crisi possono individuarsi in:

- liquidità ridotta;
- asimmetrie informative;
- rischio percepito.

In questo contesto, il valore di mercato di un'azienda in crisi rappresenta, sovente, la base da cui partire per la determinazione del valore di liquidazione.

³¹ In questo senso, il *Discussion Paper* n. 1/25 OIV (par. 169, punto n. 5) qualifica il valore di mercato come la *“media ponderata del valore desumibile dal piano di riorganizzazione e del valore di liquidazione”*.



Valore di investimento

Il valore di investimento, che coincide con il c.d. “*investment value*” degli IVS, riflette il valore di un bene (o di un’azienda) da un punto di vista specifico: è il valore che un particolare investitore attribuisce a un *asset* o a un’entità aziendale, tenendo conto delle sue specifiche esigenze, obiettivi strategici o finanziari, nonché delle possibili sinergie.

Tale valore, spesso utilizzato nell’ambito di operazioni di acquisizione strategica, può differire anche significativamente dal valore di mercato, dal momento che include fattori soggettivi come le sinergie derivanti da integrazioni verticali o orizzontali, la capacità di gestire i rischi specifici e il potenziale strategico che l’azienda rappresenta per uno specifico investitore (che potrebbe vedere nell’azienda in crisi opportunità che il mercato generale non riconosce) e può variare notevolmente in base alla prospettiva soggettiva di valutazione.

Nelle situazioni di crisi, il valore di investimento assume una rilevanza particolare tanto per gli investitori strategici, quanto per quelli finanziari e risulta influenzato da alcuni specifici elementi, tra cui:

- sinergie;
- prospettive di ristrutturazione;
- tempi e costi di intervento.

In sintesi, in contesti di crisi la determinazione del valore di investimento è effettuata sulla base di uno o più piani di ristrutturazione, dai quali è desumibile una stima ragionevole di potenzialità (insite nel piano stesso), assunte da un operatore razionale che intenda valutare le ragioni economiche di un investimento nell’impresa in crisi.

Valore negoziale equitativo

Il valore negoziale equitativo, che coincide con il c.d. “*equitable value*” degli IVS, esprime il prezzo al quale, verosimilmente, un’azienda potrebbe essere negoziata fra soggetti identificati in maniera specifica e rappresenta il compromesso tra il valore che ciascun soggetto è disposto ad accettare in una trattativa. Non riflette tanto le condizioni di mercato, quanto piuttosto un accordo tra soggetti con interessi potenzialmente divergenti.

Nelle situazioni di crisi, il valore negoziabile equitativo diventa spesso una delle configurazioni più rilevanti, poiché le trattative sono influenzate dalla necessità di trovare un accordo tra attori con interessi divergenti: i venditori (che possono essere disposti a vendere a un prezzo inferiore rispetto al valore di mercato per evitare la liquidazione o per ottenere liquidità immediata) e gli acquirenti (spesso consapevoli della situazione di crisi, e possono utilizzare la propria forza negoziale per ottenere condizioni più favorevoli, inclusi sconti significativi sul prezzo).



Nel particolare contesto delle imprese in crisi, il valore negoziale equitativo risulta influenzato da alcuni specifici elementi, tra cui:

- condizioni contingenti;
- accordi tra le parti.

In sintesi, il valore negoziale equitativo rappresenta un equilibrio tra le aspettative e le esigenze di tutte le parti coinvolte, ed è particolarmente importante nelle crisi aziendali.

Valore di smobilizzo

Il valore di smobilizzo è il valore ottenibile in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo di investimento; tiene conto delle condizioni di emergenza o necessità e tipicamente si colloca al di sotto del valore di mercato o al valore intrinseco, dal momento che i beni dell'azienda vengono venduti in un contesto di emergenza.

Nel contesto delle imprese in crisi, il valore di smobilizzo rappresenta una delle configurazioni di valore più rilevanti, ed è determinato dalla necessità di vendere rapidamente gli *asset* per generare liquidità e pagare i creditori, spesso con uno sconto significativo, a causa della mancanza di tempo o della pressione esercitata dai creditori o da altre parti interessate.

Tale valore riflette anche la perdita di valore derivante dalla cessazione delle operazioni aziendali, come l'interruzione dei rapporti con clienti e fornitori, il deterioramento dei beni immateriali (come marchi e brevetti) e la svalutazione dei beni materiali per effetto dell'obsolescenza.

Nel caso delle imprese in crisi, il valore di smobilizzo può essere influenzato da diversi fattori, che dipendono in gran parte dalla situazione di crisi dell'impresa e dal contesto di mercato in cui si trovano gli *asset*:

- tipologia **degli *asset* aziendali**;
- condizione **fisica degli *asset***;
- domanda **per *asset* specifici**;
- condizioni **di mercato**;
- **tempo a disposizione per la vendita**.
- costi **di smobilizzo e liquidazione**.

L'OIV³² identifica il valore di smobilizzo in una liquidazione con tre particolari tipologie di valori di liquidazione:

- *liquidazione ordinata*: assume che ciascuna attività sia ceduta separatamente con un ragionevole arco temporale di esposizione al mercato. La differenza fra valore di mercato e valore di

³² Si veda: OIV, *La valutazione delle aziende in crisi*, Discussion Paper 1/2025.



- smobilizzo in una liquidazione ordinata attiene al fatto che l'oggetto di valutazione nel caso di smobilizzo riguarda un'attività (o un ramo o un'azienda) di cui si è interrotto l'uso originario;
- *liquidazione accelerata (quick sale)*: assume che ciascuna attività sia ceduta con un'esposizione al mercato inferiore a quella richiesta per una liquidazione ordinata, con una vendita che normalmente non avviene in forma d'asta pubblica, ma in forma di ricerca di controparti interessate;
 - *liquidazione forzata*: assume che ciascuna attività sia ceduta separatamente con adeguata pubblicità nell'ambito di una vendita obbligata, che normalmente assume la forma dell'asta.

Valore intrinseco (o fondamentale)

Il valore intrinseco, noto anche come valore fondamentale, esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato, senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa, dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività e dei relativi rischi.

Nel caso delle imprese in crisi, il valore intrinseco può essere influenzato da diversi fattori:

- capacità di generare flussi di cassa futuri;
- qualità degli *asset* aziendali;
- prospettive di settore e di mercato;
- posizione competitiva dell'impresa;
- struttura del debito;
- *management* e piani di ristrutturazione;
- fattori macroeconomici.

Nel contesto delle imprese in crisi, il valore intrinseco rappresenta una misura critica per determinare se esistono margini per il risanamento (ad esempio, nel caso in cui si tratti di un'azienda sotto-performante³³, in grado cioè di mantenere un equilibrio economico e di avere una capacità di reddito proiettabile nel futuro), o se l'azienda è destinata alla liquidazione (ad esempio, nel caso di un'azienda insolvente); tuttavia, questo valore può subire forti oscillazioni a causa delle incertezze relative alla capacità dell'impresa di superare la crisi, mantenere la continuità operativa e ritornare a produrre profitti in futuro.

Ulteriori configurazioni di valore rispetto a quelle configurate nei PIV

Nel *Discussion Paper 1/2025* vengono esplicitate altre due configurazioni di valore rispetto a quelle codificate nei PIV, che tengono conto delle peculiarità dei contesti di crisi:

³³ Si veda: M. Bini, *La valutazione delle aziende in crisi*, Egea, 2025.



- *valore dell'azienda riorganizzata (c.d. reorganization value)*: corrisponde al valore che un partecipante al mercato attribuirebbe all'azienda sulla base del piano di ristrutturazione asseverato o comunque verificato sulla base di una *independent business review*. Il *reorganization value* esprime un prezzo dell'azienda riorganizzata (in funzionamento) e riflette i rischi che caratterizzano il piano, escludendo tuttavia il rischio che il piano non si realizzi nei termini ipotizzati, determinando la liquidazione della azienda;
- *valore di liquidazione accelerata (c.d. quick sale)*: corrisponde al valore di cessione di attività o di rami di azienda o di partecipazioni funzionale alla realizzazione del piano. La cessione deve realizzarsi in assenza di un normale periodo di commercializzazione o le normali modalità di vendita che contraddistinguono la specifica attività oggetto di cessione (quali ad esempio, una *due diligence* fiscale, legale, tecnica, finanziaria, ecc.). Il valore di liquidazione accelerata normalmente esprime un valore inferiore rispetto al valore di mercato della medesima attività.

Infine, si richiama l'attenzione sul fatto che i PIV riportano due diversi attributi di valore: il valore in atto ed il valore potenziale: il valore in atto riflette il valore dell'azienda "*as it is*", mentre il valore potenziale riflette il valore dei benefici rivenienti da azioni ancora da intraprendere ("*to be*").

3.4 I possibili output valutativi

Nell'individuare un *framework* che aiuti a inquadrare correttamente i diversi profili di una stima valutativa, i PIV chiariscono che esistono diverse tipologie di *output* valutativi, che si differenziano per estensione, finalità e tipologia di lavoro svolto; in particolare, i PIV precisano che il lavoro dell'esperto valutatore può assumere caratteristiche diverse, collocandosi in una delle seguenti categorie:

1. valutazione;
2. parere valutativo;
3. parere di congruità;
4. calcolo valutativo;
5. revisione del lavoro di un altro esperto.

Ognuna di queste tipologie può ritenersi, astrattamente, applicabile in contesti di crisi sebbene, come si chiarirà fra breve (par. 2.2 *Discussion Paper* n. 1/2025 OIV) l'OIV, considerata la rilevanza delle valutazioni nel processo di gestione della crisi, ritiene che l'Esperto dovrebbe svolgere sempre una "valutazione piena" che prevede lo svolgimento completo di tutte le fasi del processo valutativo³⁴.

3.4.1 Valutazione

³⁴ Si veda: PIV § 1.4.3.



La valutazione, così come definita dai PIV, richiede lo svolgimento completo di tutte le fasi del processo valutativo:

1. formazione e l'apprezzamento della base informativa;
2. applicazione dell'analisi fondamentale;
3. selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della valutazione;
4. apprezzamento dei principali fattori di rischio;
5. costruzione di una razionale sintesi valutativa.

Nella valutazione di aziende in crisi l'Esperto fa normalmente uso di un piano attestato ma, in ogni caso e a prescindere dalla tipologia di fonte informativa, salvo diversa previsione di legge o specifico mandato all'uopo conferito, all'Esperto non compete la verifica o l'attestazione sulla veridicità dei dati, né la verifica della correttezza dei dati di bilancio.

Ai fini della costruzione di una razionale sintesi valutativa, l'Esperto deve esplicitare le principali fonti di incertezza che possono rendere difficile la corretta stima della configurazione di valore ricercata³⁵.

Sul punto, il *Discussion Paper* n. 1/2025 si esprime in maniera chiara, specificando che, anche alla luce della "rilevanza delle valutazioni nel processo di gestione della crisi, l'Esperto dovrebbe sempre svolgere una valutazione piena".

L'OIV chiarisce altresì come, in questo contesto, rivesta una particolare importanza l'analisi fondamentale, pertanto l'esperto "è tenuto a dotarsi di una base informativa appropriata, capace di contestualizzare: l'attività d'impresa nell'ambiente di riferimento, le cause dello stato di crisi e la gravità della crisi. Nel caso di gravi limitazioni alla base informativa, posti dal committente, l'Esperto dovrebbe declinare l'incarico".

Se, dunque, è fuor di dubbio che la valutazione "piena" non solo sia applicabile anche in contesti di crisi, ma rappresenti il tipo di elaborato preferibile in situazioni del genere, deve rilevarsi che, come nel caso di specie, il processo valutativo diventa più complesso, poiché il valore dell'azienda può essere fortemente influenzato da elementi quali:

- proiezioni di flussi di cassa;
- rischio di *default*;
- valore degli *asset*.

³⁵ Si veda: OIV, *La valutazione delle aziende in crisi*, Discussion Paper n. 1/2025, par. 2.2. Le principali fonti di incertezza riguardano: le *assumption* che l'Esperto deve compiere ai fini della stima. Lo stesso deve esplicitare a) le assunzioni di natura ipotetica indicando se differiscono da quelle formulate nel piano di risanamento b) gli eventuali sconti/premi applicati.



Senza contare, poi, che la crisi può influenzare il *going concern*, costringendo il valutatore a considerare scenari di dismissione o liquidazione e ad esaminare non solo il valore dell'azienda come entità operativa unitaria, ma anche il valore dei singoli *asset* in ottica di cessione.

In quest'ottica, la necessità, da parte dell'esperto valutatore, di effettuare una valutazione "piena" (dunque: un processo completo in tutte le sue fasi) introduce ulteriori elementi di complessità, nonché profili di rischio significativi nell'ambito di una disciplina che già di per sé, in situazioni non patologiche, presenta margini di soggettività e di variabilità molto ampi, che tuttavia si amplificano ulteriormente in situazioni di crisi, incrementando significativamente il profilo di responsabilità del professionista valutatore.

3.4.2 *Parere valutativo*

Il parere valutativo (*expert opinion, valuation opinion, expert report*) comporta lo svolgimento controllato di una parte soltanto del processo finalizzato alla valutazione, alla quale l'esperto limita la propria responsabilità professionale.

Consiste, dunque, nell'espressione di un giudizio professionale sulla base di uno specifico contesto o finalità ma, a differenza di una valutazione completa, si basa sull'applicazione di una particolare metodologia e/o sull'utilizzo di particolari *input* forniti dal mandante.

In situazioni di crisi aziendale, il parere valutativo può essere richiesto da vari *stakeholder* (il *management*, gli azionisti, i creditori, ecc.) ed è utile in fasi pre-concordatarie, o nelle trattative tra debitori e creditori, poiché fornisce una base ragionata per decisioni di natura finanziaria che spesso devono essere prese con celerità; il parere valutativo potrebbe anche riguardare la probabilità che un accordo con i creditori, un piano di ristrutturazione, una fusione o un'acquisizione abbiano successo, dati i rischi associati al contesto di crisi.

I principali elementi che, in contesti di crisi, l'esperto valutatore deve tenere in considerazione sono:

- *focus* sugli *asset* chiave;
- condizioni di mercato;
- rapidità di elaborazione.

3.4.3 *Parere di congruità*

Il parere di congruità è un tipo di *output* valutativo che si sostanzia nell'espressione di un'opinione tecnica su un risultato (generalmente rappresentato da un prezzo o da un rapporto di scambio) già comunicato all'esperto, attestando la coerenza e l'adeguatezza di un determinato valore rispetto a un certo obiettivo o contesto specifico.



Viene frequentemente richiesto in situazioni di operazioni straordinarie, oppure da autorità regolatorie, azionisti o organi amministrativi per fornire un *confort* sui valori di determinate operazioni. In contesti di crisi, il parere di congruità finanziaria è spesso richiesto laddove siano previsti piani di risanamento che includono operazioni quali la ristrutturazione del debito, l'aumento di capitale, la fusione con un'altra azienda o la cessione di *asset* rilevanti, o operazioni straordinarie fusioni in contesti di crisi, garantendo che le operazioni siano *fair* per tutte le parti coinvolte, oppure può riguardare la coerenza del piano di risanamento con i valori aziendali proposti ai creditori.

In particolare, le finalità e le applicazioni tipiche di un parere di congruità nel caso di aziende in crisi sono:

- valutazione della sostenibilità delle operazioni;
- protezione degli *stakeholder*;
- ristrutturazione del debito.

Chiaramente, anche l'espressione di un parere di congruità, nel caso di aziende in crisi, assume profili di delicatezza particolare, per effetto delle incertezze sul futuro dell'azienda, che richiedono un'attenta analisi per arrivare a esprimere un giudizio razionale, verificabile e coerente sulla congruità del valore.

3.4.4 Calcolo valutativo

Il calcolo valutativo (*calculation engagement*) si distingue sia dalla valutazione, sia dal parere valutativo, dal momento che perviene alla determinazione del valore sulla base di formule e/o di *input* predefiniti. Si tratta di un tipo di *output* decisamente più limitato rispetto alla valutazione o al parere valutativo, che viene di solito utilizzato in situazioni preliminari (quando non tutte le informazioni sono ancora disponibili) o di emergenza (come nelle vendite *distressed*), quando cioè è necessario prendere decisioni rapidamente e con informazioni limitate.

In contesti di crisi aziendali, i vantaggi del calcolo valutativo sono individuabili in:

- rapidità e semplicità di calcolo;
- utilizzo di pochi parametri;
- indicazione del valore minimo.

In un contesto di crisi, il calcolo valutativo può rappresentare uno strumento utile per fornire una stima rapida e meno dettagliata del valore dell'impresa o di un *asset*; tuttavia, la sua limitatezza metodologica può, al contempo, rappresentare un rischio, in quanto il contesto di crisi potrebbe determinare alterazioni significative del valore, non catturate da questo tipo di stima.

3.4.5 Revisione del lavoro di un altro esperto



La revisione del lavoro di un altro esperto (*valuation review*) consiste nell'analizzare e valutare il lavoro già svolto da un altro professionista, con l'obiettivo di verificare che la metodologia adottata, le ipotesi utilizzate e i risultati ottenuti siano congrui e coerenti con le norme valutative e con il contesto di riferimento.

Questo tipo di *output* valutativo può includere la verifica dei dati utilizzati, la coerenza delle ipotesi e la corretta applicazione delle metodologie di valutazione: è un'attività richiesta in contesti di revisione interna o quando vi sono dubbi sulla correttezza del processo di valutazione precedente.

In situazioni di crisi, una *valuation review* può assumere un ruolo cruciale per verificare che eventuali stime precedenti siano ancora valide o se ci siano state variazioni nelle condizioni economiche che ne abbiano modificato la validità.

Più nello specifico, in tali contesti la revisione del lavoro di un altro esperto richiede particolare attenzione alle ipotesi sottostanti alla valutazione: le variabili legate alla crisi, come la perdita di flussi di cassa, l'incertezza sul mercato e la possibile svalutazione degli *asset*, devono essere attentamente valutate per comprendere se siano state correttamente considerate e riflesse nel processo valutativo originale.



4 LA BASE INFORMATIVA – IL *BUSINESS PLAN* – LA DECLINAZIONE DEL RISCHIO NELLA DEFINIZIONE DEI FLUSSI

4

4.1 La base informativa nella valutazione delle imprese in crisi

Il percorso di soluzione di una crisi aziendale prevede il coinvolgimento di diversi attori protagonisti, portatori di interessi, talvolta in conflitto fra loro, che si pongono nei confronti dell'Esperto, secondo le proprie differenti prospettive.

Nel processo valutativo, assume particolare rilevanza l'apprezzamento della base informativa da cui dipende in maniera rilevante la qualità della sintesi valutativa, e a cui i PIV riservano particolare attenzione, definendola come *“insieme delle informazioni (storiche e prospettive) necessarie allo svolgimento dell'incarico, tenuto conto dell'incarico ricevuto dall'esperto, della data della valutazione, della configurazione di valore ricercata e della finalità della valutazione”*³⁶.

In tal senso, la valutazione dovrebbe esprimere un giudizio informato in cui l'Esperto deve dunque precisare la base informativa di cui ha fatto uso e le eventuali limitazioni riscontrate. L'espressione di un giudizio informato presuppone che l'Esperto svolga un'analisi della base informativa, che deve essere obiettiva e completa, con il necessario spirito critico (*Professional Skepticism*).

Nei PIV § 1.5 vengono precisate le caratteristiche che la base informativa deve avere al fine di poter consentire all'Esperto di svolgere le attività necessarie ai fini dell'espletamento dell'incarico:

- *Completezza*: da osservarsi in relazione alla presenza e disponibilità delle informazioni rilevanti ai fini della valutazione, primariamente riferite agli elementi inerenti al contesto economico generale, al settore di riferimento, all'azienda oggetto di analisi, al mercato finanziario ed ai soggetti comparabili (P.III.1).
- *Coerenza*: da osservarsi in relazione a diversi aspetti riferibili alla coerenza interna tra i diversi input informativi, alla coerenza tra le informazioni disponibili ed i metodi di valutazione prescelti, tra la tipologia di incarico assunto e le relative finalità;
- *Attendibilità*: da osservarsi in relazione all'affidabilità delle informazioni che la costituiscono, al fine di evitare di assumere delle informazioni o dei dati di *input* non veritieri e che possano di conseguenza condurre a dei risultati distorti e/o scarsamente significativi;

³⁶ Si veda: PIV § 1.5.



- *Obiettività*: da osservarsi in relazione alle analisi indipendenti poste in essere con il necessario spirito critico (scetticismo professionale).

I piani di risanamento prevedono, generalmente, una forte discontinuità con il passato, rappresentano il punto di passaggio fra il valore dell'azienda corrente (*as is* senza le azioni correttive del processo di risanamento) ed il valore al termine del piano dell'azienda risanata. Tale aspetto indubbiamente rende molto complessa l'analisi dei *driver* di valore, la loro evoluzione prospettica ed il conseguente apprezzamento dei fattori di rischio.

Poiché la stima del valore di un'azienda rappresenta sempre un giudizio e non il risultato di una mera formula matematica, l'analisi fondamentale³⁷ costituisce la base su cui si fonda il processo valutativo al fine di identificare i veri *driver* del valore ed il *framework* logico nel quale si colloca la stima. Con riferimento alle aziende in crisi l'analisi fondamentale non consiste in una mera elencazione delle criticità che hanno condotto al declino ma un processo di analisi strutturato finalizzato a:

- comprendere le cause;
- identificare le condizioni e le risorse necessarie per la finalizzazione del processo di risanamento;
- verificare la ragionevolezza dei risultati attesi dell'azienda risanata in termini di sostenibilità dei rischi.

Conseguentemente, il piano di risanamento (*business plan*) rappresenta il documento fondamentale per poter svolgere le analisi finalizzate ad identificare i benefici e i rischi che derivano dal processo di risanamento (rischio scenario – rischio *execution* – probabilità di insuccesso con conseguente *default* dell'impresa).

In ambito valutativo l'apprezzamento dei rischi può essere declinato operativamente secondo due modalità³⁸:

- (i) mediante la rettifica dei flussi al fine di rendere i flussi del piano di risanamento, che in genere sono flussi condizionati al verificarsi di uno specifico scenario e quindi non medi attesi in senso statistico, che poi verranno attualizzati al costo del capitale che considera solo il rischio sistematico non diversificabile;
- (ii) mediante la rettifica del tasso di sconto sulla base di un premio per il rischio di esecuzione e di insuccesso del piano;

ponendo particolare attenzione a fenomeni di *double counting*.

³⁷ Si veda: PIV § 1.4.3.

³⁸ Si veda: OIV, *L'uso dell'informazione finanziaria prospettica nella valutazione di azienda*, Discussion Paper 01/2021, par. 1.4.



La declinazione del rischio nella stima dei flussi è da ritenersi in generale preferibile e, in tal senso, resta essenziale incorporare nei flussi di risultato assunti alla base della valutazione i rischi correlati all'attuazione del piano ed al suo possibile insuccesso con possibile conseguente *default*. Rinviando a quanto già precisato nel capitolo 2) e par. 3.3) la declinazione dei suddetti rischi varia a seconda della configurazione di valore ricercata: il "*reorganization value*" non tiene conto del rischio di insuccesso del piano e conseguente *default*.

Nell'ambito della valutazione della ragionevolezza dell'informativa prospettica è di rilevante importanza verificare se i flussi da piano possono essere considerati flussi medi attesi, ovvero rappresentativi di uno scenario medio rappresentativo, o viceversa riferiti allo scenario più probabile che non necessariamente rappresenta lo scenario medio atteso. Poiché il valore di un'azienda in crisi è quasi sempre un valore potenziale in quanto il piano incorpora strategie, modelli di *business*, condizioni operative e processi non ancora sperimentati, il piano di risanamento difficilmente può rappresentare *flussi medi attesi* nell'accessione sopra specificata. Conseguentemente i flussi da piano rappresentano lo scenario favorevole più probabile.

Nelle valutazioni in ottica "*going concern*", l'uso di metodiche "*income approach*", basate sull'attualizzazione dei flussi di risultato desumibili dal piano di risanamento rappresenta la soluzione più naturale.

Stante le peculiari condizioni di incertezza che caratterizzano le aziende in crisi per cui si rende necessaria l'implementazione di un progetto di risanamento, si dovrebbe procedere attraverso l'elaborazione di differenti, plausibili, scenari futuri, al fine di poter procedere alla stima di flussi medi attesi, ovvero non condizionati ad uno specifico scenario. Nella pratica è molto rara la redazione di una pluralità di piani sulla base di scenari alternativi (base – migliorativo – peggiorativo), generalmente viene elaborato un unico piano, eventualmente accompagnato da *analisi di sensitivity*.³⁹

Da tali premesse, sotto il profilo tecnico operativo, l'Esperto avrebbe la necessità di acquisire dei dati e delle informazioni relative ai differenti scenari di pianificazione strategica che trovano elaborazione primaria da parte del *management* aziendale, così come di pervenire ad una razionale capacità di giudizio e di coerente assunzione delle differenti possibilità di verifica attribuibili ai differenti scenari ove delineati.

4.2 La declinazione del rischio nella definizione dei flussi aziendali

³⁹ Nel caso in cui vi sia un piano attestato ai sensi del Codice della Crisi, l'attestatore, nell'ambito dell'analisi di fattibilità del piano, è tenuto (par 6.6, *Principi di attestazione dei Piani di risanamento*, CNDCEC – Fondazione Nazionale Commercialisti Esperti Contabili, versione 2024) ad effettuare un'analisi di sensitività, ovvero a verificare come un peggioramento delle grandezze di maggiore rilevanza (tasso di crescita ricavi di vendita ecc.) possa influire sul raggiungimento del riequilibrio finanziario, con conseguente definizione di valori limite oltre i quali si avrebbe il c.d. scenario di rottura.



Come più volte sopra evidenziato, a differenza di ciò che avviene per le aziende in condizioni di ordinario funzionamento, i flussi prospettici desumibili dal piano di risanamento sono condizionati al verificarsi di specifici scenari di cui va tenuto conto e, quindi, sotto il profilo valutativo, non sono da considerarsi *flussi medi attesi*.

A tali fini, l'Esperto deve indagare sui processi di pianificazione posti in essere dal *management* aziendale procedendo, preliminarmente, alle analisi conoscitive di natura introduttiva (*analisi storica, analisi fondamentale*) e, successivamente, all'analisi della strategia aziendale adottata alla base delle previsioni economico finanziarie e patrimoniali (analisi di ragionevolezza del *business plan*).

Da tali premesse emerge come l'evidenziata discontinuità tra la storia e la prospettiva aziendale futura, determini una peculiare, accentuata incertezza del contesto valutativo delle imprese in crisi, che può condurre verso trancianti approcci, basati sull'eccessiva prudenza e la dimostrabilità, in mancanza di specifiche caratterizzazioni dei modelli di valutazione generalmente condivisi.

L'orientamento generale della dottrina economico – aziendale, allo stato, è **quello di considerare, per quanto possibile, i fattori specifici di rischio di piano direttamente nella determinazione dei flussi di risultato**. In linea di principio maggiore è il rischio della finalizzazione del progetto di risanamento, maggiore è la distanza fra flussi da piano di risanamento (*conditional*) e flussi medi attesi (*unconditional*). Nei casi in cui la situazione di partenza è molto compromessa, quindi la manovra di risanamento molto invasiva nei vari ambiti, quindi la probabilità di *default* è potenzialmente più elevata. Agire sui flussi vuol dire rideterminare i flussi da piano per esprimerli in flussi medi attesi; operazione molto complessa che non può prescindere dall'elaborazione di diversi scenari a cui attribuire la relativa probabilità di accadimento.

Seguendo tale prospettiva, la declinazione del rischio di piano nel contesto della valutazione delle aziende in crisi può essere effettuata seguendo due approcci oggetto di disamina nei par. 4.2.1) e 4.2.2):

- 1) *approccio per scenari*;
- 2) *approccio del valore di rendimento* che si basa sulla conservazione della continuità aziendale attraverso gli investimenti in ristrutturazione.

4.2.1 L'approccio per scenari e declinazione del rischio di insuccesso del piano

In passato la fisiologica discontinuità tra i dati storici e prospettici e l'incertezza correlata all'attuazione dei piani di risanamento ha condotto nella prassi professionale all'uso di metodologie maggiormente conservative, orientate alla dimostrabilità ed individuate, in assoluta prevalenza, nel metodo patrimoniale semplice o complesso e nel metodo misto patrimoniale reddituale. Tale impostazione, che costituisce, ancora oggi, un valido e consolidato orientamento di riferimento per la valutazione



d'azienda è stata affiancata dall'adozione di metodi basati sull'attualizzazione dei flussi attesi di risultato.

Anche in ragione dell'evoluzione della normativa in materia di gestione della crisi e della sempre maggiore diffusione delle procedure di ricomposizione della crisi finalizzate alla conservazione della continuità aziendale, l'uso di metodiche basate sull'attualizzazione dei flussi finanziari desumibili dal piano di risanamento, sembra rappresentare la soluzione maggiormente appropriata ai contesti di valutazione di aziende in crisi in ottica *going concern*.

In tal senso viene adottata spesso una versione di DCF "modificato" che tiene conto dei contesti valutativi caratterizzati da condizioni di incertezza, in cui la reversibilità è condizionata primariamente dalla capacità di attuare un piano di risanamento in condizioni di discontinuità rispetto al passato.

Ipotizzando di procedere alla determinazione di un valore di mercato (valore che deve declinare il rischio di esecuzione e insuccesso del piano), si potrebbe assumere una prima ipotesi di scenario tra l'incapacità di ristrutturazione dell'impresa (da cui la possibile liquidazione giudiziale o comunque scenari liquidatori), rispetto all'ipotesi di conservazione della continuità aziendale per effetto dell'implementazione del piano di ristrutturazione e risanamento. Di conseguenza, il primo scenario (*worst case*) contemplerebbe l'ipotesi di liquidazione aziendale, con la conseguente valutazione patrimoniale *PNR (Patrimonio Netto Rettificato)*, diversamente dall'ipotesi di continuazione dell'attività aziendale, da cui deriverebbe invece la relativa attualizzazione dei flussi di risultato attesi, così come previsti dalla pianificazione aziendale.

L'equazione che segue potrebbe essere la rappresentazione dell'approccio valutativo proposto:

$$\text{Valore D'azienda} = \text{DCF} - \text{Continuità} (1 - Pf) + \text{PNR} - \text{Liquidazione} (Pf)$$

Dove, il primo addendo esprime la componente di valore in ipotesi di continuità aziendale (DCF), che tiene conto del rischio scenario (da flussi *most likely* a flussi medi attesi), mentre il secondo rappresenta l'ipotesi di liquidazione in ipotesi di fallimento/liquidazione giudiziale (Damodaran, 2011).

Il risultato deriva dalla ponderazione degli scenari assunti in funzione della loro probabilità di accadimento (Pf ; $1-Pf$).

Similmente, lo scenario di continuità potrebbe essere articolato in ulteriori differenti scenari caratterizzati da differenti ipotesi assuntive.

Come indicato in precedenza, gli scenari che possono delinearsi innanzi alla prospettiva dell'impresa verrebbero ad essere la liquidazione ovvero la continuazione, dove la liquidazione condurrebbe ad un valore d'azienda pari al valore patrimoniale rettificato, mentre la continuazione al valore attuale dei flussi di risultato derivanti dal piano di ristrutturazione e di risanamento aziendale. Tale seconda componente sarebbe, ove del caso, ulteriormente osservabile attraverso uno o più scenari ulteriori.



Procedendo, si definiscono le rispettive probabilità di verifica attraverso i “pesi” attribuiti ai differenti scenari prospettati.

Se ad esempio l’impresa ha un valore patrimoniale di liquidazione pari a euro 500 mila, e due differenti scenari di continuità aziendale ove, nella prima ipotesi, si potrebbe conseguire un flusso di risultato pari ad euro 200 mila mentre nella seconda, meno ottimistica, il flusso di risultato potrebbe ammontare ad euro 120 mila, assumendo un tasso di attualizzazione (WACC) del 10,00% e determinati pesi probabilistici (P) riferibili ai differenti scenari, si perverrebbe alle seguenti determinazioni:

L’analisi per scenari in ambito valutativo

	NAV	Flusso Risultato	WACC	EV
Liquidazione. Scenario 1	500.000	N/A	10,00%	500.000
Continuazione 1 Scenario 2	500.000	200.000	10,00%	2.000.000
Continuazione 2 Scenario 3	500.000	120.000	10,00%	1.200.000
	Metodo	Valore/Scenario	P	Adj.EV
Liquidazione. Scenario 1	NAV	500.000	50%	250.000
Continuazione 1 Scenario 2	DCF 1	2.000.000	20%	400.000
Continuazione 2 Scenario 3	DCF 2	1.200.000	30%	360.000
Valore Azienda (WA)				1.010.000

La tabella evidenzia come l’ipotesi di cui allo scenario 1, che riconduce all’ipotesi di liquidazione aziendale (*worst case*) manifestazione della impossibilità di continuare l’attività d’impresa, prevedrebbe un valore di liquidazione pari al patrimonio residuo espresso ai valori di mercato (PNR); a tale scenario viene attribuita una probabilità di accadimento pari al 50%.

Diversamente, lo scenario 2, rappresenta la prima ipotesi di continuità aziendale (*best case*) con dei risultati attesi che conducono ad un flusso di risultato pari ad euro 200 mila, da cui deriva semplicisticamente un valore di euro 2 milioni, con attribuzione di una probabilità di accadimento del 20%; lo scenario 3, anch’esso espressione di una continuità aziendale ma con delle condizioni maggiormente conservative (*base case*), assume un flusso atteso di risultato di euro 120 mila ed un conseguente valore d’azienda di euro 1.200 mila, con attribuzione di una probabilità di accadimento del 30%.

Il valore d’azienda⁴⁰, pari a euro 1.010 mila, è il risultato della sommatoria del valore determinato nei diversi scenari, ponderato per le probabilità di accadimento (DCF versione modificata).

Preliminarmente, nella definizione dei diversi scenari l’Esperto dovrebbe tener conto che, usualmente, nello specifico contesto delle imprese in crisi, le previsioni elaborate dal *management* aziendale

⁴⁰ In tale trattazione si tralasciano le differenze tra l’approccio asset ed equity side essendo il modello parimenti applicabile.



costituiscono un'ipotesi generalmente ottimistica e che, diversamente, resta necessario assumere degli scenari meno ottimistici a cui attribuire, ai fini della valutazione, una probabilità di verifica significativa, tra cui l'ipotesi di insuccesso della ristrutturazione.

C'è da considerare, altresì, che gli scenari richiedono differenti ipotesi di sviluppo del piano e che l'Esperto deve adeguatamente motivare l'attribuzione dei pesi probabilistici che sono ad esse legati, fornendo adeguata informativa.

Ai fini operativi, in tale approccio, si parte dalla costruzione di uno scenario ritenuto "più probabile", rispetto al quale si definisce una serie di possibili alternative in ragione di mutamenti su dinamiche del contesto competitivo, strategia aziendale e modello di *business* da cui deriva un differente impatto sui parametri di valutazione. A titolo di esempio, usualmente, le simulazioni hanno ad oggetto le misure di redditività aziendale (EBITDA/EBIT/NOPAT margin), il ciclo strategico del circolante in relazione ai tempi di rotazione (CCN del ciclo strategico), la misura degli investimenti e dei relativi ammortamenti (CAPEX, D&A).

Al fine di poter orientare la discrezionalità dell'Esperto, **la probabilità da attribuire allo scenario pessimistico (*worst case – liquidazione*) può essere identificata con quella di fallimento del piano, definita mediante i modelli di *scoring creditizio*, attraverso le seguenti fasi:**

1. la determinazione dei parametri quantitativi ai fini della definizione delle classi di rischio;
2. l'individuazione della classe di rischio cui viene associata una probabilità di fallimento dalle principali agenzie di *rating* (es. Standard & Poor, Moody's).

Come è noto, l'*Altman Z-Score* è una misura quantitativa per stimare il rischio di fallimento (*default*) aziendale. Il punteggio si basa su cinque indicatori finanziari chiave combinati in una formula per determinare la probabilità di fallimento⁴¹. Si riporta la formula del modello:

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 0,999X_5.$$

Dove:

- X1: Capitale circolante / Totale attivo.
- X2: Utili non distribuiti / Totale attivo.
- X3: EBIT / Totale attivo.
- X4: Valore di mercato del capitale proprio / Totale passività.
- X5: Vendite / Totale attivo.

Classi di Z-Score (Altman 2025)⁴²

- $Z > 7,60$: Zona "Sicura"
- $7,60 \geq Z > 6,40$ Sicurezza moderata

⁴¹ Altman, E. I. (1968). *Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy*. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609. <https://doi.org/10.2307/2978933>

⁴² E. I. Altman, *Unlocking the Credit Cycle: Beyond the Z-Score*, NYU Stern School of Business & Wiser funding Ltd., 2025.



- $6,40 \geq Z > 5,65$ Zona Grigia
- $5,65 \geq Z > 4,75$ Zona di Rischio
- $4,75 \geq Z \geq 3,75$ Rischio elevato
- $3,75 \geq Z \geq 2,50$ Rischio molto elevato
- $Z < 2,50$ Zona di Fallimento

La tavola che segue riporta un esempio di applicazione del modello Z-Score di Altman relativo a due differenti imprese, A,B.

La determinazione dello Z-Score di Altman - esempio.

Parametri	Impresa A	Impresa B
Capitale Circolante Netto	500	2.000
Utile non distribuito	3	1
Ebit	25	10
Attivo	5.000	10.000
Patrimonio Netto	2.000	500
Ricavi	18.000	7.500
Z-Score	Impresa A	Impresa B
X1: Capitale circolante / Totale attivo.	0,120	0,240
X2: Utile non distribuito / Totale attivo.	0,001	0,000
X3: EBIT / Totale attivo.	0,017	0,003
X4: Valore di mercato del capitale proprio / Totale passività.	0,400	0,032
X5: Vendite / Totale attivo.	3,600	0,750
Z Score	4,137	1,025

Da quanto sopra esposto si evince che l'impresa A evidenzia un parametro pari a 4,137, rientrando nella classe caratterizzata già dal "rischio elevato", mentre l'impresa B, con un parametro di 1,025 rientra nella classe corrispondente alla zona di "fallimento".

Di conseguenza, al fine di applicare il DCF per scenari e quindi dell'assunzione delle relative probabilità di fallimento da attribuire ai fini della relativa applicazione, è necessario assumere un collegamento empirico tra l'indice Z-score ottenuto e la probabilità di fallimento (e quindi di continuità) assumibile per le aziende oggetto di indagine. In tal senso, al fine di assumere un collegamento tra l'indice Z di Altman e la classe di *rating - credit score* corrispondente osserveremo le analisi di Altman (2025)⁴³ per poi assumere i dati aggiornati da S&P Global Ratings 2024 al fine di collegare la classe di *rating* determinata in precedenza con la probabilità di fallimento⁴⁴.

La considerazione congiunta dei due aspetti conduce alla seguente tavola riassuntiva che esprime altresì la nomenclatura Moody's in raffronto con Standard & Poor's.

⁴³ E. I. Altman, *Unlocking the Credit Cycle: Beyond the Z-Score*, NYU Stern School of Business and Wiser funding Ltd., 2025.

⁴⁴ S&P Global Ratings, *Default, Transition, and Recovery: 2024 Annual Global Corporate Default and Rating Transition Study*, S&P Global, 2024.

**Z-Score – Classi di rating - probabilità di fallimento**

Z-Score Range	Zona	Rating S&P	Rating Moody's	Probabilità di Default (Annuale)
$Z > 7,60$	Zona "Sicura"	A+ / AA	A1 / Aa3	< 0,5%
$7,60 \geq Z > 6,40$	Sicurezza moderata	A / BBB+	A2 / Baa1	0,5~2,5%
$6,40 \geq Z > 5,65$	Zona Grigia	BBB / BB+	Baa2 / Ba1	2,5-15%
$5,65 \geq Z > 4,75$	Zona di Rischio	BB / B+	Ba2 / B1	15-25%
$4,75 \geq Z \geq 3,75$	Rischio elevato	B / CCC+	B2 / Caa1	25-35%
$3,75 \geq Z \geq 2,50$	Rischio molto elevato	CCC+ / CCC-	B2 / Caa1	35-45%
$Z < 2,50$	Zona di Fallimento	CCC / D	Caa2 / C	>45%

Procedendo in tal senso, resterebbe possibile, traendo origine dai dati di bilancio, procedere alle determinazioni di cui allo Z-Score di Altman, alla conseguente attribuzione di una classe di *rating* ed alla relativa probabilità di fallimento e di conseguenza alla probabilità di continuazione.

Osservando la tavola esposta, richiamando l'esempio precedente relativo alle due imprese A, B, l'impresa A che esprime uno Z-Score pari a 4,137 rientrerebbe nella classe di rating B/CCC+ a cui è associata una probabilità di fallimento del 25-35%. Diversamente, l'impresa B che evidenzia uno Z-Score pari a 1,025 rientra nella classe di rating CCC/D a cui è associata una probabilità di fallimento del 45/50%.

In conseguenza delle determinazioni a cui si è pervenuti, resterebbe possibile assumere una probabilità di fallimento per ogni singola impresa oggetto di valutazione da cui, di converso, la probabilità di continuazione, consentendo l'assunzione dei pesi probabilistici ai fini dell'applicazione del modello di valutazione assunto (DCF per scenari). Ulteriormente, traendo origine dallo scenario duale di base tra continuazione e fallimento, resta possibile del caso, al fine di rappresentare le varie ipotesi di continuità a cui attribuire diversi livelli probabilistici così come rappresentato brevemente nell'esempio sopra esposto dove allo scenario di liquidazione è stata attribuita una probabilità del 50% mentre ai due scenari in continuità, per la parte residua, sono state attribuite probabilità rispettive del 20% e del 30%.

4.2.2 L'approccio del "valore di rendimento"

Un approccio alternativo è quello che guarda i flussi di risultato "a regime" *post* ristrutturazione, al netto degli oneri straordinari necessari all'inversione dello stato di crisi. Detto metodo, individuato in letteratura come volto all'individuazione del "valore di rendimento", è di frequente applicazione nei

contesti finalizzati alla valutazione delle imprese in condizioni di disequilibrio economico non irreversibile.

La capacità di ripristinare l'equilibrio economico aziendale attraverso il sostenimento degli investimenti in ristrutturazione viene rappresentato dalla seguente formula:

$$EV = DCF - IR$$

Dove la misura del DCF esprime il valore attuale dei flussi di risultato attesi ed IR gli investimenti in ristrutturazione necessari al ripristino della situazione di equilibrio. Di particolare interesse è la definizione di onere di ristrutturazione, inteso come una spesa "una tantum", sostenuta a partire dalla condizione di crisi e capace di indurre cambiamenti organizzativi o di modello di *business* tali da conseguire il raggiungimento della continuità aziendale. Esempi di investimenti in ristrutturazione finalizzati ad incrementare la redditività di lungo periodo possono includere la riduzione dell'organico aziendale, la chiusura di impianti di produzione, il trasferimento e la delocalizzazione dell'attività produttiva, l'implementazione di nuove tecnologie.

Nel seguito si riporta un esempio applicativo dell'approccio, traendo origine da quanto esposto in precedenza in merito agli scenari in continuità aziendale.

Il valore di rendimento in ambito valutativo

	FC	WACC	EV	
Continuazione 1 Scenario 1	200.000	10,00%	2.000.000	
Continuazione 2 Scenario 1	120.000	10,00%	1.200.000	
	Metodo	EV	P	Adj. EV
Continuazione 1 Scenario 1	DCF	2.000.000	25%	500.000
Continuazione 2 Scenario 1	DCF	1.200.000	75%	900.000
Valutazione				1.400.000
Investimenti ristrutturazione (IR)				
Costi chiusura impianto	50.000			
Costi delocalizzazione impianto	30.000			
Incentivi esodo	20.000			
TFR liquidato	40.000			
Nuovi Investimenti	70.000			
Formazione nuove tecnologie	20.000			
Totale IR	230.000			
DCF	1.400.000			
IR	230.000			
Enterprise Value (EV)	1.170.000			



L'approccio del *valore di rendimento* basato sulla attualizzazione dei flussi prospettici successivi alla ristrutturazione al netto degli oneri straordinari richiesti per il superamento della crisi si presta a essere una metodologia valutativa di particolare interesse nei contesti delineati da crisi reversibile.

La suddivisione contabile-analitica tra il valore prodotto a regime di continuità (DCF) e gli investimenti straordinari richiesti (IR) consente di porre in rilievo puntualmente e contabilmente la componente di valore spiegabile alla strategia di risanamento, conferendo quindi maggiore trasparenza e consistenza al processo di valutazione.

La probabile combinazione di ipotesi attraverso l'analisi ponderata degli scenari è inoltre capace di rappresentare l'incertezza relativa all'attuazione dei flussi previsti alla luce della capacità dell'impresa di realizzare con successo il piano di ristrutturazione.

La metodologia viene, così, in armonia con le fondamenta della valutazione in stato di continuità prospettica condizionata e si presta a buon proposito ad applicazioni di tipo peritale, negoziale e strategico, nel contesto delle procedure di composizione negoziata e degli strumenti di regolazione della crisi.

5 IL METODO FINANZIARIO NELLA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE IN CRISI: LA STIMA DEL TASSO E DEL TERMINAL VALUE

Come evidenziato in precedenza, il Codice della Crisi presuppone che, per l'accesso ai differenti strumenti di ricomposizione della crisi, sia stragiudiziali che concorsuali, le aziende predispongano un apposito piano che dimostri la capacità dell'impresa di ritornare in *bonis*. Il valore sotteso al Piano (EV) è quindi determinato con il DCF nell'approccio *asset side*.



La metodica patrimoniale (*cost approach*) potrebbe avere senso in un contesto in cui chi compra è particolarmente interessato agli *asset* aziendali e alle sinergie ad essi connesse. La criticità principale, sia in un ragionamento condotto *stand alone*, sia nella descritta ottica di cambio di controllo, rimarrebbe tuttavia connessa al costo di ricostruzione di *asset* specifici (in particolar modo gli *intangibles*, quali ad esempio il *know-how*, i marchi e i brevetti) di non immediata determinazione. Tuttavia, in alcune circostanze, il valore di ricostruzione delle suddette attività può costituire un primo punto di riferimento a livello valutativo, salva poi la necessità di utilizzare, in supporto, altri metodi di valutazione: di mercato e/o reddituali.

Anche i metodi c.d. *market approach* presentano criticità non trascurabili, tra cui una limitata disponibilità dei parametri di mercato, derivante dalla difficile individuazione di società realmente assimilabili a quella oggetto di stima (come spesso accade quando si attuano metodologie che prevedono il ricorso ai *comparables*). Anche qualora questo primo impedimento dovesse essere superato con successo, la presenza di risultati economici in perdita, o solo lievemente positivi, impone il ricorso a grandezze lorde e/o operative che, per via delle loro caratteristiche intrinseche, sono in grado di riflettere con meno precisione ed attendibilità le potenzialità reddituali dell'azienda. Spostando l'attenzione dalle sopra elencate criticità a quelli che possono essere i risvolti funzionali di un metodo basato sui multipli di mercato, i risultati scaturenti da questi ultimi possono essere utilizzati come verifica o integrazione delle risultanze derivanti dall'utilizzo di altri metodi.

Nel metodo *income approach* rientrano i metodi fondati sulla creazione di valore e i metodi derivati dalla teoria delle opzioni finanziarie: i primi due approcci (DCF e metodi fondati sulla creazione di valore) conducono, tendenzialmente, allo stesso risultato, salvo una diversa declinazione delle componenti del valore; il terzo (metodi derivati dalla teoria delle opzioni finanziarie), invece, risulta particolarmente interessante per la valutazione delle diverse posizioni dei creditori e degli azionisti, considerando come data una certa dinamica evolutiva del valore degli *asset*.

L'applicazione del DCF ad un'azienda in crisi richiede necessariamente di affrontare i seguenti punti:

- *Coerenza fra flussi di cassa e tasso di attualizzazione;*
- *Definizione dei flussi di cassa attesi;*
- *Definizione del tasso di attualizzazione, con possibile considerazione di premi per la quantificazione dei rischi aggiuntivi (scenario, execution, insuccesso del piano);*
- *Definizione del Terminal Value (TV).*

Nei paragrafi che seguono verranno forniti alcuni spunti di riflessione in merito alle citate criticità riscontrabili dal valutatore per la stima del valore economico delle aziende in crisi.

5.1 La definizione del tasso di attualizzazione



La stima del tasso di attualizzazione discende, innanzitutto, dalla scelta di operare secondo l'approccio "Asset Side", che prevede l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi ("FCFO") al costo medio ponderato del capitale ("WACC"), o in alternativa, secondo l'approccio "Equity Side", che prevede l'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per i soci ("FCFE") al costo del capitale proprio ("Ke").

Ciascun approccio fa riferimento ad una serie di grandezze economiche, tra loro coerenti, per pervenire al risultato finale. La tabella sottostante riporta le principali grandezze economiche impiegate nell'applicazione del DCF "Asset Side" ed "Equity Side".

Grandezze economiche	Asset Side	Equity Side
Patrimoniale ↓	CIN Capitale investito netto	PN (E) Patrimonio netto (Equity)
Reddituale ↓	RO (NOPAT) Reddito operativo netto (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes)	RN Reddito netto
Monetaria ↓	FCFO Flusso monetario [netto di imposte] della gestione operativa (Free Cash Flow from Operations)	FCFE Flusso monetario pertinente ai soci (Free Cash Flow to Equity)
Tasso di attualizzazione ↓	WACC Costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital)	Ke Costo del capitale proprio
Risultato	Valore economico del CIN (Enterprise Value o Asset Value)	Valore economico del capitale proprio (Equity Value)

Il processo valutativo condotto secondo l'approccio sopra illustrato si sviluppa senza considerare il patrimonio accessorio e gli eventuali capitali integrativi, i cui valori saranno rispettivamente sommati e detratti, in un secondo momento, al valore economico dell'azienda.

Di norma la previsione dei flussi è operata, per un periodo di tempo limitato, tramite la stima puntuale dei flussi monetari annuali e per il restante periodo di vita dell'impresa tramite una stima sintetica che determina il cosiddetto valore finale (*Terminal Value*). In altri termini, al fine di semplificare la misurazione del valore dell'azienda, si procede alla determinazione del valore finale che rappresenta, in sintesi e per via d'approssimazione, il valore dei flussi successivi all'anno n-esimo (ultimo anno del periodo di previsione esplicita).

I parametri essenziali per impostare la valutazione dal lato degli impieghi del capitale (capitale investito) sono sintetizzati dalla formula seguente:

$$EV = \sum_{k=1}^n \frac{FCFO_k}{(1+WACC)^k} + TV$$

Alla fine del periodo per il quale si è provveduto alla previsione puntuale dei flussi, se si ipotizza che i flussi monetari crescano ad un tasso costante pari a “g”, il *Terminal Value* può essere determinato come segue:

$$TV = \frac{\frac{FCFO_{n+1}}{(WACC-g)}}{(1+WACC)^n}$$

dove:

- $FCFO_{n+1}$ = flusso monetario operativo medio-normale atteso nel primo anno successivo al periodo di previsione esplicita
- g = tasso nominale di crescita media dei flussi monetari oltre il periodo di previsione esplicita.

Il *Terminal Value* riveste un peso variabile sul valore del capitale economico dell’azienda: tale peso è funzione inversa del valore dell’azienda quantificabile sulla base dei flussi monetari determinati puntualmente per alcuni anni e funzione diretta di quanto non è invece analiticamente stimato. Nella pratica, il *Terminal Value* ha un’incidenza di circa il 70% - 80% sul valore del capitale economico, anche se per alcuni settori può arrivare a spiegare fino al 100% del valore totale. Nel caso dell’azienda in crisi il *Terminal Value* può arrivare ad incidere in percentuale addirittura maggiore al 100% del capitale economico in quanto i flussi espliciti del piano sono negativi o esigui (a causa dei costi di ristrutturazione).

La dimensione del *Terminal Value* dipende, oltre che dalla misura del risultato atteso all’ultimo anno del periodo di previsione analitica, dal tasso di attualizzazione - che rappresenta la media ponderata, in funzione dei “pesi” riferibili al capitale proprio (E) e al capitale di debito (D), tra il costo di capitale proprio (Ke) e il costo del capitale di debito (Kd) - e dal tasso di crescita a lungo termine ipotizzato per tali risultati (il fattore di crescita “g”). Il successivo paragrafo 5.2, cui si rinvia, dedica uno specifico approfondimento a tale tematica.

Come già evidenziato nei precedenti paragrafi, il maggior rischio di un’azienda in crisi, rispetto ad un’azienda che opera in normali condizioni di continuità aziendale, può essere declinato alternativamente su due variabili chiave della formula del DCF: (i) i flussi o (ii) il tasso di attualizzazione. In linea generale, si evidenzia che, analizzando le informazioni contenute nei PIV, è possibile riscontrare sia indicazioni che prevedono di considerare la maggior rischiosità nei flussi, sia indicazioni che, invece, vanno nella direzione di considerare la maggiore rischiosità, mediante una rettifica del tasso di attualizzazione.

Sebbene i PIV prediligano per la prima soluzione, ovvero la declinazione del rischio direttamente nei flussi, gli stessi contemplanano anche la possibilità di intervenire sui tassi di attualizzazione, come si trova



recente conferma nel Discussion Paper 1/2025⁴⁵. Il PIV III.1.45 prevede, infatti, che il valutatore possa praticare una maggiorazione del costo del capitale proprio, determinato secondo la logica del Capital Asset Pricing Model (“CAPM”), attraverso l’applicazione di un coefficiente alfa che rifletta gli eventuali rischi specifici della realtà oggetto di stima (sempre che gli stessi non siano già stati in qualche modo riflessi nei flussi di risultato).

Al fine di evitare una doppia considerazione del rischio, pertanto, è necessario valutare attentamente la coerenza intrinseca delle due variabili (flusso e tasso), nonché la coerenza di esposizione del maggior rischio riconducibile al contesto di crisi. Qualora l’Esperto valutatore si trovasse a dover svolgere le proprie stime su un *business plan* particolarmente prudenziale e con uno scenario alternativo di *stress test* ancor più conservativo, la considerazione di premi aggiuntivi per il rischio nel tasso di sconto (riconducibili al contesto di crisi) potrebbe portare a risultati fuorvianti, conducendo a una sottostima dell’azienda; viceversa, nel caso in cui ci si trovasse di fronte alla stima, da parte del *management*, di flussi di cassa particolarmente ottimistici rispetto al contesto di crisi in cui versa l’azienda, ovvero non adeguatamente supportati da assunzioni ragionevoli e per quanto possibile dimostrabili, si renderebbe necessario considerare il maggior rischio nel tasso di attualizzazione, mediante l’imputazione di specifici premi per il rischio.

Per quanto riguarda, poi, la definizione del WACC da adottare per l’attualizzazione del *Terminal Value*, spesso la prassi, in contesti non di crisi, prevede l’utilizzo di un unico tasso di sconto per il periodo esplicito e per la determinazione del *Terminal Value*. Tuttavia, in contesti di crisi potrebbe ritenersi maggiormente prudenziale e ragionevole, al fine di correggere le possibili distorsioni correlate all’adozione di un unico tasso, l’utilizzo di due distinti tassi di attualizzazione:

- uno per l’attualizzazione dei flussi nel periodo esplicito di piano (periodo maggiormente influenzato dal contesto di crisi e dagli interventi necessari per affrontarla);
- uno per il *Terminal Value* (periodo nel quale si ipotizza un ormai stabilizzato ritorno *in bonis* dell’azienda).

Questo in virtù del fatto che lo stato di crisi in cui versa l’impresa cambia in modo netto il profilo di rischio connesso alla stessa ed alla sua attività. Infatti, come sarà meglio precisato nei paragrafi che seguono, quando ci si trova nella condizione di condurre un ragionamento in tema di struttura finanziaria dell’ente societario e di costo delle fonti di finanziamento del suo attivo patrimoniale è necessario tenere in considerazione a livello concettuale – e, successivamente, tradurre a livello algebrico – il differente profilo di rischio riguardante la società rispetto all’epoca in cui la stessa si è dotata di dette fonti.

⁴⁵ Si veda: OIV, *La valutazione delle aziende in crisi*, Discussion Paper n. 1/2025, cap. 6.



5.1.1 La determinazione del K_e

Per un'azienda in crisi, i prevalenti fattori incrementativi del rischio sopportato dal generico investitore – e che, quindi, comportano un aumento del costo del capitale proprio determinato secondo la formulazione canonica del CAPM – sono:

- premio di execution: qualora vi sia la presunzione di un eventuale rischio legato al mancato raggiungimento degli obiettivi prefissati dal *management* nel *business plan*, a causa della rilevazione di significativi scostamenti fra i dati di *budget* e i dati *actual* negli esercizi precedenti, il costo del capitale viene aumentato di un rischio specifico, stimato tramite un processo di *reverse-engineering*, considerando il valore ottenuto sulla base dei flussi aggiustati per lo scostamento medio. Tale premio è spesso utilizzato nella prassi operativa anche al fine di apprezzare l'incertezza nell'ampiezza dei flussi finanziari, tipica per le imprese in fase di *turnaround* o operanti in contesti caratterizzati da situazioni di forte instabilità (quali le guerre attualmente in corso);
- premio small size: premio che considera la minor liquidabilità dell'azienda *target* rispetto alle società quotate comparabili selezionate per la determinazione del coefficiente beta. Secondo parte della dottrina è dimostrabile una correlazione fra rendimento azionario e dimensione aziendale, nonché che la stessa debba essere, in qualche modo, considerata all'interno della valutazione dell'azienda.

L'applicazione dei predetti correttivi del tasso presenta numerose difficoltà, tra cui principalmente quella derivante dalla quantificazione, nella maniera più oggettiva possibile, del premio aggiuntivo per il rischio.

Quanto sopra rappresentato in relazione alla maggiorazione del tasso K_e è il ragionamento condotto nell'ottica della valutazione di una normale impresa.

Qualora, invece, ci si trovasse a valutare un'impresa che versa in uno stato di crisi, ci sono ulteriori elementi che devono essere necessariamente considerati perché si possa giungere a risultati attendibili e connessi all'attuale realtà economica.

Va infatti riflessa, all'interno del calcolo effettuato per determinare il tasso tramite il quale attualizzare poi i flussi del *business plan*, l'incertezza connessa al futuro dell'impresa e al mantenimento della continuità aziendale, sempre che tale rischio non sia già adeguatamente riflesso nei flussi stessi di risultato.

Tale procedimento potrebbe essere concretizzato, tra l'altro:

- a) includendo un mortality premium (M_p), ovvero considerando un premio aggiuntivo per il rischio di chiusura dell'azienda, riconducibile alla circostanza che una società in crisi possa nel breve periodo



fallire le procedure di risanamento e incorrere nella liquidazione giudiziale. In tal caso si rende necessario stimare la probabilità di sopravvivenza dell'impresa nel corso del proprio percorso di *turnaround* e, di riflesso, la probabilità di *default* della stessa.

Il procedimento potrebbe essere assimilabile al *Mortality Rate Model* utilizzato nella stima delle imprese in *start up*. Il parallelismo fra azienda in crisi e *start up* appare calzante, stante le discontinuità tipiche che dovrebbero caratterizzare il *business plan* volto al risanamento dell'azienda rispetto a quanto operato in passato. In entrambe le situazioni (crisi e *start up*) il valutatore si trova nella circostanza di non avere uno storico attendibile e rappresentativo per il futuro o, addirittura, di essere in completa assenza di una storicità. Eventualità che comporta per il valutatore di adottare necessariamente maggiori cautele e prudenze nella stima, in quanto le previsioni su cui si basa la valutazione risultano "nuove" e non dimostrabili attraverso l'indagine di quanto accaduto nelle annualità precedenti.

Fra le varie metodologie di stima riconosciute per le *start up* vi è, appunto, il *Mortality Rate Model* che riflette la predetta necessaria prudenza attraverso la correzione dei flussi di previsione esplicita per la probabilità riscontrata nel mercato (e storicamente) che una *start up* possa incorrere nella liquidazione entro un anno, due anni, tre anni e quattro anni o più dal proprio avvio. Tale metodologia prevede, pertanto, che il valutatore provveda a ponderare i flussi di cassa attesi sulla base di una *survival curve* costruita secondo il *mortality rate* registrato storicamente da imprese *start up* di nuova costituzione negli anni successivi alla loro fondazione. Operativamente si procede come nell'esempio di seguito riportato.

Qualora i dati di mortalità e sopravvivenza a disposizione del valutatore siano i seguenti:

Anni dalla fondazione	1	2	3	4
Mortality Rate	19%	34%	46%	56%
Survival Curve	81%	66%	54%	44%

i flussi di cassa verrebbero rettificati come segue, ovvero diminuiti per la percentuale di mortalità:

€ mln	1	2	3	4
FCFO	50	60	150	300
<i>Mortality rate</i>	19%	34%	46%	56%
FCFO rettificati	41	40	81	132

Nel caso della stima di aziende in crisi non si dispone di ricerche similari a quelle reperibili per le



*start up*⁴⁶, tuttavia, potrebbe essere particolarmente interessante riuscire a costruire una *survival curve* andando ad indagare la percentuale di società che hanno fatto ricorso, negli ultimi dieci o vent'anni, a procedure di risanamento e che sono incorse nel fallimento/liquidazione giudiziale nei successivi anni (dopo uno, due, tre o quattro anni - e più). Tale percentuale (*mortality rate*) potrebbe alternativamente essere adottata quale correttivo al ribasso dei flussi attesi di ciascun rispettivo anno di piano (come operato nel *Mortality Rate Model* per la stima del valore economico di una *start up*) o, in alternativa, tramutata in un premio aggiuntivo da inserire nel tasso di attualizzazione di ciascun anno di piano o, addirittura direttamente nel tasso di sconto del *Terminal Value*.

Volendo considerare direttamente nel tasso di attualizzazione la rischiosità legata alla maggior probabilità di incorrere in liquidazione giudiziale, che caratterizza una società in crisi rispetto a un'azienda target, si renderebbe necessario determinare quale percentuale di aumento del tasso di attualizzazione condurrebbe il valutatore ad ottenere il medesimo risultato che raggiungerebbe ponderando i flussi di risultato per la predetta probabilità di default.

Noto il *mortality rate* (Mr), il valutatore potrà stimare la percentuale di incremento del tasso di attualizzazione secondo la seguente formula:

$$\% \text{ incremento del tasso di attualizzazione} = [Mr/(1-Mr)]$$

La probabilità di *default* o *mortality rate* (Mr), potrebbe anche essere determinata mediante un'apposita e approfondita ricerca di mercato, attraverso un'indagine presso le Camere di Commercio, i Tribunali o gli Albi Professionali, al fine di reperire un campione significativo e aggiornato, anche in considerazione dell'applicazione del nuovo Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza.

A titolo esemplificativo si riportano i dati rilevabili nel *paper* "Questioni di Economia e Finanza – La gestione dei crediti deteriorati: un'indagine presso le maggiori banche italiane" n. 311 del febbraio 2016, pubblicato da Banca d'Italia e redatto a cura di Luisa Carpinelli, Giuseppe Cascarino, Silvia Giacomelli e Valerio Vacca. Il documento riporta, per le società che hanno fatto ricorso a una procedura concorsuale nel biennio 2009-2010, le percentuali di esito delle stesse trascorso un anno, due anni, tre anni e quattro anni dall'avvio della procedura.

⁴⁶ Inoltre, seppure vi siano alcune analogie tra *start up* e aziende in crisi, sarebbe fuorviante calare tali ricerche sulle realtà qui discusse, in quanto i profili di rischio sono sostanzialmente differenti.



Tavola 5

Esiti delle procedure di ristrutturazione (1)					
(valori percentuali)					
Procedura	Stato posizione debitoria	Dopo 1 anno	Dopo 2 anni	Dopo 3 anni	Dopo 4 anni
(a) Concordati preventivi (2)	equilibrio finanziario	1,1	1,0	3,7	n.d.
	medesima procedura	83,5	76,6	55,1	n.d.
	altra procedura ristrutturazione	0,7	1,0	0,4	n.d.
	liquidazione/fallimento	14,7	21,4	40,7	n.d.
	estinzione/incorporazione	0,0	0,0	0,0	n.d.
	Totale		100	100	100
(b) Accordi di ristrutturazione	equilibrio finanziario	4,1	3,6	5,7	5,4
	medesima procedura	85,5	80,9	62,5	49,0
	altra procedura ristrutturazione	6,2	6,1	16,1	2,8
	liquidazione/fallimento	4,2	8,6	15,0	40,9
	estinzione/incorporazione	0,0	0,7	0,8	1,8
	Totale		100	100	100
(c) Piani di risanamento	equilibrio finanziario	5,8	7,2	7,0	10,6
	medesima procedura	79,1	67,0	59,5	39,1
	altra procedura ristrutturazione	14,0	17,4	22,6	35,5
	liquidazione/fallimento	0,2	6,6	7,5	10,0
	estinzione/incorporazione	1,0	1,8	3,4	4,8
	Totale		100	100	100
(d) Accordi stragiudiziali	equilibrio finanziario	7,2	7,9	8,6	12,6
	medesima procedura	82,9	72,4	56,9	10,1
	altra procedura ristrutturazione	1,3	4,0	11,2	40,2
	liquidazione/fallimento	6,1	12,9	20,2	30,7
	estinzione/incorporazione	2,4	2,8	3,1	6,4
	Totale		100	100	100
Totale	equilibrio finanziario	5,8	6,7	7,2	10,4
	medesima procedura	81,4	71,2	58,9	29,7
	altra procedura ristrutturazione	8,2	10,8	17,2	32,5
	liquidazione/fallimento	3,2	9,4	13,8	22,5
	estinzione/incorporazione	1,3	1,9	2,8	4,9
	Totale		100	100	100

(1) Le percentuali riportate fanno riferimento agli importi dei crediti coinvolti nelle procedure. - (2) Per la categoria dei concordati preventivi il campione, la colonna 'dopo 4 anni' non contiene un numero di risposte sufficiente a rappresentare significativamente il fenomeno.

Nella tav. 5 sono riportate le procedure di ristrutturazione aperte nel biennio 2009-2010 suddivise sulla base dello stato in cui si trovano nei quattro anni successivi all'apertura.

Da tale ricerca si evince che, tra le società che compongono il campione analizzato e che hanno fatto accesso a una procedura di risanamento nel biennio 2009 - 2010, circa il 9,4% è incorso nella liquidazione o nel fallimento entro il secondo anno dall'avvio della procedura e circa il 13,8% è incorso nella liquidazione o nel fallimento entro il terzo anno dall'avvio della procedura⁴⁷.

Al fine di rendere maggiormente intellegibile il documento, di seguito si propone un esempio concreto di sviluppo della metodologia qui proposta. Utilizzando i dati desumibili dalla ricerca, pertanto, si potrebbe ricavare che il *Mr*:

- (i) dopo un anno dall'avvio della procedura è pari al 3,2%;
- (ii) dopo due anni dall'avvio della procedura è pari al 9,4%
- (iii) e dopo tre anni dall'avvio della procedura è pari al 13,8%.

⁴⁷ Il dato relativo al quarto anno non risulta sufficientemente attendibile stante l'esiguità del campione.



Noto il Mr , il valutatore potrebbe, ad esempio, decidere di incrementare il tasso di attualizzazione di ciascuno dei tre esercizi prospettici del piano secondo la formula riportata in precedenza (% incremento del tasso di attualizzazione = $[Mr/(1-Mr)]$), rispettivamente del 3,31%, del 10,38% e del 16,01%. Supponendo che il tasso di attualizzazione base determinato dall'Esperto sia pari al 12,00%, l'effettivo tasso di attualizzazione da utilizzare sarebbe pari:

- (i) al 12,40% per l'esercizio n+1;
- (ii) al 13,25% per l'esercizio n+2;
- (iii) al 13,92% per l'esercizio n+3.

Qualora, invece, il valutatore decidesse di incrementare per il *mortality rate* esclusivamente il tasso di attualizzazione del *Terminal Value*, considerando il Mr risultante dalla ricerca dopo quattro anni dall'avvio della procedura (pari al 22,5%), l'effettivo tasso di attualizzazione da utilizzare sarebbe pari al 15,48%.

- b) utilizzando il c.d. *Metodo Altman*, visto in precedenza. Come anticipato, tale metodologia conduce all'ottenimento di un singolo elemento numerico: un indice che permette di esprimere un parere sullo stato di salute dell'impresa. Da qui, il posizionamento in un'area più o meno sicura si traduce in una determinata percentuale incrementativa del rendimento considerato. In particolare, dall'applicazione dello *Z Score* di Altman, Hotchkiss (2005) ha individuato una corrispondenza tra i punteggi resi dal modello e i *rating* assegnati dall'agenzia internazionale Standard & Poor's alle obbligazioni, come dimostra la tabella che segue.

	Rating	Soglie	Rating	Soglie	
Safe Zone	AAA	>8,15	BBB-	5,85	Grey Zone
	AA+	8,15	BB+	5,65	
	AA	7,60	BB	5,25	
	AA-	7,30	BB-	4,95	
	A+	7,00	B+	4,75	
	A	6,85	B	4,50	Distress Zone
	A-	6,65	B-	4,15	
	BBB+	6,40	CCC+	3,75	
BBB	6,25	CCC	3,20		
			CCC-	2,50	
			D	<1,75	

48

Grazie a tale parallelismo si potrebbe prevedere, a seconda delle soglie, ovvero dei punteggi, scaturenti dallo *Z Score*, di considerare, nel coefficiente *alfa*, il rischio di *default* associabile al corrispondente *rating* Standard & Poor's.

A ciascun *rating* Standard & Poor's, infatti, corrisponde una specifica percentuale di *default spread*⁴⁹:

⁴⁸ Fonte: "La previsione dell'insolvenza: l'applicazione dello *Z Score* alle imprese in amministrazione straordinaria", Edward I. Altman - NYU Stern School of Business, Alessandro Danovi - Università di Bergamo, Alberto Falini - Università di Brescia, Bancaria, 2013 (4).

⁴⁹ Fonte (Update Luglio 2024): <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>



Rating	Default Spread	Rating	Default Spread
AAA	0,00%	BBB-	2,07%
AA+	0,38%	BB+	2,36%
AA	0,46%	BB	2,83%
AA-	0,56%	BB-	3,38%
A+	0,66%	B+	4,24%
A	0,80%	B	5,18%
A-	1,13%	B-	6,12%
BBB+	1,50%	CCC+	7,06%
BBB	1,79%	CCC	8,47%
		CCC-	9,41%
		D	17,50%

Tali sarebbero le percentuali da considerare nel coefficiente *alfa* a seconda del punteggio scaturente dal modello *Z Score* di Altman, Hotchkiss (2005).

A titolo esemplificativo, qualora il tasso di attualizzazione base determinato dal valutatore fosse pari al 12% e, qualora il Modello di Altman restituisse un punteggio pari a 4,75, corrispondente ad un *rating* B+, nel coefficiente *alfa* andrebbe considerata una maggiorazione percentuale pari al 4,24% corrispondente al rischio di *default*. In tal caso, l'effettivo tasso di attualizzazione sarebbe pari al 16,24%.

Tuttavia, questa strada potrebbe trovare alcune sovrapposizioni con il rischio Paese già considerato nel calcolo del costo del capitale proprio. Inoltre, si evidenzia come il *Metodo di Altman* possieda una capacità predittiva alta a distanza di un anno dal fallimento ma sperimenti, per contro, una riduzione della stessa con l'aumentare dell'intervallo temporale antecedente la bancarotta. Da ultimo si rileva come il principale difetto dello *Z-Score* di Altman è dovuto al fatto che lo stesso si basa su dati finanziari storici, che non riflettono la situazione attuale o futura dell'azienda.

Un'alternativa alla considerazione del maggior rischio, derivante dallo stato di crisi in cui versa l'impresa, mediante l'utilizzo del coefficiente *alfa*, è la ricostruzione del *Beta*, per componenti, sulla base delle caratteristiche dell'impresa da valutare, considerando tra queste, in particolare, il rapporto di indebitamento e le disponibilità monetarie effettive.

In altre parole, quello che accade nel contesto dell'impresa in crisi è un cambiamento della distribuzione dei risultati medi attesi. Di norma, infatti, i risultati medi attesi si dispongono secondo distribuzioni normali, che hanno la caratteristica di essere simmetriche (ovvero per ogni scenario favorevole c'è un corrispondente scenario sfavorevole altrettanto probabile). In scenari di crisi questa distribuzione dei risultati di rado risulta adeguata, poiché il profilo di rischio non è simmetrico. Per tale ragione risulta necessario un incremento della remunerazione spettante all'investitore. Va riconosciuta, quindi, a quest'ultimo una maggiorazione del rendimento che gli spetta, poiché lo stesso, in una situazione come quella descritta, non si accontenterà di ricevere semplicemente una remunerazione per il c.d. rischio non diversificabile.

Occorre, tuttavia, precisare che questa considerazione del maggior rischio derivante dallo stato di



difficoltà in cui si ritrova l'azienda oggetto di valutazione non goda di un'unica possibilità di per scontare l'effetto della crisi costituisce, però, un'arma a doppio taglio, con il rischio di incorrere nel cosiddetto *double counting*, ovvero la considerazione per due volte del rischio, sia nel calcolo del tasso che nella determinazione dei flussi, giungendo ad una conclusione errata e ingiustificatamente penalizzante.

A livello di prassi, di norma, stando a quanto si afferma nella dottrina economico-aziendale, la preferenza ricade sulla modifica dei flussi per il riflesso di tutti i rischi sopra elencati. Qualora questa via non fosse percorribile, l'elemento su cui intervenire sarebbe, forzatamente, il tasso.

5.1.2 La determinazione del K_D

Il K_D (o costo del capitale di debito) viene calcolato come rapporto tra gli interessi pagati e il valore nominale del debito risultante dal bilancio. In situazioni in cui ci si trova di fronte un'impresa in salute, un calcolo di questo tipo risulta sufficientemente attendibile.

Le criticità sorgono nel caso in cui l'impresa oggetto di valutazione sia un ente definibile in uno stato di crisi. In una tale circostanza va considerato il fatto che il debito complessivo contratto dall'impresa fino a quel momento è necessariamente da suddividere in due distinte categorie. Ci sarà, infatti, almeno una quota del debito dell'impresa assunta in un momento in cui la crisi non si era ancora palesata. Di conseguenza, è chiaro che a quella parte di debito sia associato un tasso di interesse coerente con una situazione, a livello di rischio, totalmente diversa da quella attualmente riferibile all'impresa. Quest'ultima, versando in uno stato di difficoltà, si presenta come investimento più rischioso rispetto al passato e deve necessariamente assicurare una maggiore remunerazione al finanziatore. Per determinare il differenziale si può ricorrere al modello di Aswath Damodaran o alla proposta di Tim Koller⁵⁰.

Damodaran suggerisce di utilizzare un tasso che sia coerente con il *rating* aziendale. Nello specifico, gli elementi essenziali per attuare questo tipo di approccio sono due: l'*EBIT* e gli oneri finanziari. Il primo passo consiste nel dividere il primo per il secondo, ottenendo così il c.d. *Interest Coverage Ratio (ICR)*. Una volta determinato tale parametro, occorre verificare all'interno di quale intervallo di valori si vada ad inserire. Questo passaggio è estremamente importante perché ad ogni intervallo sono associati un *rating* specifico ed uno *spread* specifico da applicare al tasso privo di rischio. Questo è il procedimento da seguire in termini generali, poi va precisato che ci sono degli elementi strettamente connessi alla specifica impresa oggetto di valutazione, come la dimensione, che impattano sullo *spread*

⁵⁰ Koller T., Goedhart M., Wessels D., "Valuation: measuring and managing the value of companies", 6th edition, McKinsey & Company, New Jersey, 2015.



corrispondente ad un certo intervallo di valori.

La proposta di Koller e dei suoi co-autori, parte dalla constatazione che l'impresa in crisi presenta una struttura finanziaria fortemente sbilanciata e, quindi, non sostenibile nel lungo periodo. Un mancato intervento tempestivo impedisce all'impresa la continuazione della propria attività. Il principale problema connesso ad un contesto come quello appena descritto attiene al pagamento dei debiti contratti: l'impresa non dispone delle risorse finanziarie necessarie a far fronte alle passività presenti in bilancio. La diretta conseguenza è l'aumento del rischio sopportato dai finanziatori, i quali, sulla base della categoria loro assegnata, hanno maggiore o minore probabilità di vedersi restituiti i capitali prestati. Infatti, qualora l'impresa dovesse arrivare al *default* definitivo, quanto ottenibile dalla liquidazione del suo patrimonio potrebbe non essere sufficiente al ripagamento, per intero, di tutti i creditori.

Possiamo quindi affermare che, in un contesto di questo tipo, i finanziatori dell'impresa (o, almeno, alcuni di essi) si trovino in una situazione in cui il soddisfacimento del proprio diritto di credito è postergato alla soddisfazione, temporalmente primaria, di altrui pretese economiche: si è di fronte, di fatto, ad una condizione pressoché identica a quella riconducibile ad un generico investitore in capitale di rischio dell'impresa, cioè a quella di un socio. Sulla scorta di queste motivazioni, *Koller* propone di determinare il costo del capitale di debito di un'impresa in crisi facendo ricorso allo stesso metodo utilizzato per la stima del saggio di rendimento coerente con il rischio sopportato dai soci dell'impresa (ovvero il K_e). Si rimanda, dunque, al paragrafo precedente per la declinazione pratica della citata modalità di stima del costo del capitale proprio.

5.1.3 La determinazione della struttura finanziaria per la stima del WACC

Un ulteriore tema da prendere in considerazione nel momento in cui si tratta l'argomento del tasso di attualizzazione è legato alla struttura finanziaria dell'impresa. Quest'ultima, infatti, gioca un ruolo essenziale nella determinazione del tasso di sconto, sia che si tratti di un costo del capitale proprio, sia che si tratti di un costo medio ponderato del capitale.

Nel secondo caso, la relazione tra la struttura finanziaria dell'impresa e il WACC è resa esplicita dalla formulazione algebrica dello stesso, dove il rapporto di indebitamento si presenta come uno dei fattori da stimare per poter giungere alla determinazione del tasso.

Nel primo caso, invece, la relazione tra la struttura finanziaria della società ed il costo del capitale proprio parrebbe meno evidente non avendo, il citato elemento, una ricomprensione manifesta all'interno del *Capital Asset Pricing Model* (ovvero il modello tramite il quale il K_e viene stimato).

Questo legame, tuttavia, esiste poiché, come già anticipato nel precedente paragrafo, il grado della leva



finanziaria impatta sulla stabilità (e, dunque, sul rischio di *default*) della società, rappresentando quindi un fattore di rischio aggiuntivo che può trovare allocazione all'interno del coefficiente *alfa*.

Sulla scorta delle riflessioni condotte è lecito attribuire alla struttura finanziaria un'importanza non trascurabile nel calcolo del tasso di attualizzazione.

A questo punto subentra una questione diversa e attinente allo stato in cui versa la società oggetto di valutazione. Anche in questo frangente, infatti, il fatto che non si parli di un'impresa in salute impatta in modo importante sui ragionamenti da affrontare. Qualora ci si trovasse davanti ad una impresa in continuità, infatti, per valorizzare la struttura finanziaria risulta sensato fare riferimento al suo valore contabile o a quello medio dei *comparables* (in quanto rappresentativi dell'obiettivo del mercato). In altre parole: se l'impresa è in salute il valore di mercato del debito che la stessa ha contratto risulta assimilabile al valore contabile dello stesso. Nell'istante in cui il *focus* viene spostato su un'impresa la cui stabilità è fortemente messa in discussione, questa identità non risulta più verificata. Il motivo per cui ciò accade è da ricondurre ai differenti momenti in cui il debito in questione si è formato: almeno una parte dello stesso è stata contratta quando l'impresa era in salute e la crisi non si era ancora palesata. Di conseguenza, il tasso creditorio riferito a detta passività è coerente con un livello di rischio sicuramente distante da quello che risulta adeguato alla situazione attuale in cui la crisi è ormai conclamata. Va anche ricordato che, *ceteris paribus*, un aumento del tasso di interesse porta ad una riduzione del valore del debito.

Parte della dottrina ritiene, quale strada alternativa percorribile per poter attribuire un valore di mercato all'indebitamento caratterizzante un'impresa in dissesto, quella di effettuare l'attualizzazione dei flussi di cassa a servizio del debito al costo del capitale proprio K_e . Ciò in considerazione del fatto che, come detto, in un contesto di crisi la posizione dei creditori finanziari (o, almeno, di una parte di essi) è assimilabile, in termini di rischio sopportato, a quella di coloro che hanno investito in strumenti rappresentanti il capitale di rischio (ovvero i soci). Procedimento simile viene seguito per la stima del valore di mercato dell'*equity*, anch'esso determinato attualizzando i flussi di cassa destinategli mediante l'utilizzo del K_e .

Sebbene quella esposta sia un'alternativa valida proposta dalla dottrina economico aziendale, si ritiene che la stessa rappresenti un caso limite, veramente estremo, e che, di conseguenza, non sia molto percorribile nella pratica, rischiando di penalizzare oltremodo un'azienda in fase di risanamento.

Terminata la digressione condotta a proposito della valutazione del debito e dell'*equity* nel contesto di mercato occorre focalizzarsi su come tali elementi rientrino all'interno della formula volta a determinare il costo medio ponderato del capitale. Per giungere alla stima del tasso in questione sarà infatti necessario passare per il calcolo dei rapporti $\frac{D}{D+E}$ e $\frac{E}{D+E}$, ovvero capire come possa essere



valutato il rapporto di indebitamento all'interno di un contesto come quello fin qui descritto.

Nella prassi operativa, di norma, tali rapporti vengono desunti: (a) dai valori contabili del debito e dell'*equity* dell'impresa *target* oggetto di stima alla data di riferimento della valutazione o, in alternativa (b) desunti dai valori contabili medi del debito e dell'*equity* di un *panel* di società comparabili alla data di riferimento della valutazione (casistica maggiormente diffusa).

Vi è, tuttavia, un ulteriore elemento da considerare che attiene all'indebitamento dell'impresa. Quest'ultimo, infatti, influenza il rischio, cui è esposta l'impresa, di incorrere nella liquidazione giudiziale: è compito dell'imprenditore cercare di fornire alla propria impresa una struttura finanziaria sufficientemente equilibrata che conferisca alla stessa solidità e stabilità. È, quindi, oggettivo che ci sia uno stretto legame tra il modo in cui è finanziata una società e la probabilità che essa possa fallire. Da qui l'opinione di parte della dottrina secondo la quale il non considerare, all'interno del WACC, un fattore attinente allo scenario in cui l'impresa in crisi oggetto di valutazione fallisca sia un errore tutt'altro che trascurabile. A tal fine, si introducono i seguenti parametri:

- p , indicante la probabilità che, nel periodo successivo rispetto a quello attuale, la società sopravviva;
- $1-p$, complementare al precedente elemento ed indicante la probabilità che, nel periodo successivo rispetto a quello attuale, la società fallisca;
- α , indicante lo spread sul costo del capitale di debito conseguenza della maggior onerosità delle fonti di finanziamento all'aumentare della probabilità di default (c.d. *bankruptcy costs of debt*).

Il contesto è quello nel quale, nell'istante in cui si effettua la valutazione dell'azienda in crisi, bisogna prendere in considerazione sia il fatto che l'azienda nel periodo successivo sopravviva, sia il fatto che, a causa dell'insostenibile struttura finanziaria di cui si è dotata, essa debba essere liquidata.

A questi due differenti scenari sono associate, forzatamente, delle conseguenze diverse: se l'azienda sopravvive significa che dispone di sufficienti risorse finanziarie per ripagare, almeno in parte, i debiti che ha contratto, sia in termini di quota capitale che di corresponsione degli interessi, avendo così la possibilità di sfruttare il beneficio prodotto dal c.d. scudo fiscale; se l'azienda, invece, fallisce, deve sostenere i già citati *bankruptcy costs of debt*.

Questi ultimi vengono identificati come tutti quei costi strettamente connessi al fallimento dell'impresa, ovvero, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, le spese legali, le spese contabili, le spese di consulenza e le perdite derivanti dalla vendita di attività in sofferenza. A livello pratico, nel calcolo del WACC il tutto si traduce nella seguente formula matematica:

$$WACC = WACCv - p \times \frac{D}{E + D} \times Kd \times t + (1 - p) \times \alpha$$

dove, oltre agli elementi già definiti, abbiamo il costo medio ponderato del capitale *ante* imposte



($WACC_v$) e l'aliquota d'imposta (t). Quello ottenuto è, dunque, un tasso corretto per il rischio di fallimento dell'impresa oggetto di valutazione.

Per quanto attiene alla stima della probabilità p che l'impresa sopravviva e della probabilità connessa all'ipotesi, complementare, che fallisca ($1 - p$), si segnala che alcune delle scelte percorribili per poter capire se l'impresa sia a rischio o meno sono il già descritto *Metodo di Altman* o, ancora, il metodo fondato sul *mortality rate* di un'azienda in crisi, esposti in precedenza.

5.2 La stima del *Terminal Value* (TV)

Nelle metodologie *income approach* poiché non è possibile effettuare previsioni sui flussi all'infinito, il valore viene determinato quale sommatoria di due componenti: il valore attuale dei flussi previsti analiticamente nel periodo di previsione esplicita di piano e il valore attuale dei flussi correlati alla stima del valore alla fine dell'orizzonte di piano, c.d. "Valore Terminale" o "*Terminal Value*" (TV). In estrema sintesi, il TV è un valore sintetico, che incorpora dinamiche di crescita e condizioni che in genere vengono considerate valide per tutto il periodo successivo all'orizzonte di piano.

L'approccio finanziario, implicitamente, parte dall'assunto che l'azienda sia in *going concern* per un periodo potenzialmente di durata indefinita. La prospettiva indefinita, presuppone il raggiungimento della condizione di "*parità competitiva*" in cui l'azienda è in grado di garantire un rendimento del capitale investito (ROIC) almeno pari al costo del capitale, condizione necessaria per conservare il capitale investito. La condizione di parità competitiva prevede l'assenza:

- di *vantaggi competitivi*, che si tradurrebbero in rendimenti del capitale investito superiori al costo del capitale e conseguentemente in creazione di valore;
- di *svantaggi competitivi*, che si tradurrebbero in rendimenti del capitale investito inferiore al costo del capitale e conseguentemente in distruzione di valore.

Come già anticipato nel par. 2) il raggiungimento della condizione di "*parità competitiva*" esprime la capacità dell'azienda di conservare il valore del capitale investito, condizione necessaria affinché la stessa possa essere valutata in una *prospettiva indefinita*, senza ulteriori azioni correttive. Anche nel caso limite di un'azienda interamente finanziata da mezzi propri il fatto di avere un rendimento del capitale investito inferiore al costo del capitale (distruzione di valore) precluderebbe la possibilità di raccogliere il capitale necessario per il rimpiazzo delle attività necessarie allo svolgimento del *business*. La verifica della vita utile, come qualsiasi altra *assumption*, che sta alla base della costruzione del modello, deve risultare da scelte ragionevoli di cui l'Esperto deve dare adeguata *disclosure* nella costruzione della sintesi valutativa.

Le ipotesi che stanno alla base delle metodiche basate sull'attualizzazione dei flussi e, in particolare nel DCF, non contemplano in maniera esplicita la possibilità di dissesto non temporaneo, ovvero il rischio



di non sopravvivere nel tempo per ottenere il Valore Terminale. Conseguentemente, anche nella stima del *Terminal Value*, sarà necessario apprezzare, alternativamente nei flussi o nel tasso di sconto, il rischio scenario, l’*“execution risk”* del piano di risanamento e il *“default risk”* (insuccesso del piano con conseguente cessazione dell’attività), in linea con quanto già precisato nel precedente capitolo 4), dedicato alla stima dei flussi, e nel paragrafo 5.1) relativo alla stima del tasso.

Poiché, in contesti di crisi, i flussi di previsione esplicita possono essere negativi, anche per diversi periodi, il peso del valore terminale è sensibilmente maggiore rispetto a quello che in genere si ha in contesti non di crisi, fino a rappresentare la quasi totalità del valore.

In generale il Valore Terminale può calcolarsi secondo due diverse prospettive:

- *prospettiva tradizionale e maggiormente usata in contesti non di crisi*: il *Terminal Value* viene determinato:
 - a) mediante l’attualizzazione di un flusso riferito a scenari valutati *steady state* o *steady growth* (crescita coerente con il mercato/settore di riferimento). Stante i principi codificati nei PIV⁵¹, e maggiormente seguiti nella prassi, deve trattarsi di un flusso che l’azienda sarà in grado di conseguire stabilmente in un futuro remoto. Come meglio commentato nei paragrafi che seguono, le tecniche di determinazione del Valore Terminale nella prospettiva tradizionale passano attraverso la determinazione di un flusso di risultato distribuibile, dopo aver soddisfatto le necessità di reinvestimento a sostegno della crescita attesa;
 - b) utilizzando *“un moltiplicatore di uscita”*, ricavato dall’esame di imprese confrontabili, coerente con un’ottica di disinvestimento. Tale metodologia non è particolarmente utilizzata stante la difficoltà di determinare i multipli. La limitata disponibilità di parametri di mercato, data la grande difficoltà di trovare imprese comparabili con quella *distressed*, rende la suddetta metodologia difficilmente applicabile in contesti di crisi.

In ogni caso, per quanto attiene in generale all’utilizzo delle metodologie *market approach* in contesti di crisi, si rinvia al Discussion Paper 1//2025⁵² in cui viene precisato quanto segue:

- i. il multiplo deve essere applicato ai risultati dell’impresa riorganizzata e, quindi, in linea di principio più simile ai comparabili;
- ii. devono essere utilizzati multipli *forward*⁵³ e non correnti, poiché quest’ultimi incorporano prospettive di crescita che a fine piano potrebbero non esistere più.

⁵¹ Si veda: PIV § III.1.37

⁵² Si vedano: PIV § III.1.37; OIV, *La valutazione delle aziende in crisi*, Discussion Paper n. 1/2025, par. 164.

⁵³ Si vedano: PIV § III.1.37 I multipli forward si ottengono montando al numeratore del multiplo ad un tasso pari alla differenza fra il costo del capitale unlevered free cash flow e montando il denominatore della crescita della specifica variabile prevista nel periodo di previsione esplicita; OIV, *La valutazione delle aziende in crisi*, Discussion Paper n. 1/2025, par. 164 $Ev1 = EVO \times (1 + wacc) - UFCF$.



- *patrimonio netto rettificato*⁵⁴ alla fine del periodo di previsione esplicita dei flussi, nel caso in cui si ritenga ragionevole che l'azienda abbia esaurito i propri impegni, mediante l'utilizzo dei flussi di cassa generati, e che la vita utile debba avere una durata limitata. Il limite principale di questo approccio è quello di non considerare l'effettiva capacità di reddito nel periodo *post* previsione esplicita.

La stima del *Terminal Value* passa attraverso la definizione dei seguenti elementi, la cui determinazione comporta maggiori criticità in contesti di crisi:

- i. *definizione della prospettiva* nella determinazione del *Terminal Value*: il primo aspetto da considerare è se nella valutazione di imprese in crisi, seppur effettuata nella prospettiva del risanamento, è ipotizzabile l'esistenza di un valore terminale legato ai flussi di risultato esplicitati nel piano;
- ii. *stima del flusso di risultato per il calcolo del Valore Terminale*: le alternative proposte sono molteplici, flussi di cassa o di reddito⁵⁵ ;
- iii. *orizzonte temporale nel caso di stima mediante attualizzazione dei flussi di risultato post previsione esplicita*: essendo il TV un'espressione sintetica del valore attuale dei flussi che l'azienda sarà in grado di produrre nel periodo successivo al periodo di previsione esplicita, è necessario definire la durata del suddetto orizzonte temporale;
- iv. *tasso di attualizzazione*: come già argomentato nei capitoli precedenti, nella valutazione delle aziende in crisi a seconda della configurazione di valore ricercata, vanno apprezzati anche i rischi correlati ai diversi scenari di finalizzazione del piano di risanamento e quelli correlati al suo insuccesso, con conseguente *default*. In contesti di crisi, seppur in ottica *going concern*, caratterizzati da una forte discontinuità con il passato correlata all'auspicata finalizzazione del processo di risanamento che dovrebbe concludersi nell'arco di piano, può essere maggiormente appropriato utilizzare un diverso tasso di attualizzazione rispetto a quello usato per l'attualizzazione dei flussi relativi al periodo di previsione esplicita.

Poiché il *Terminal Value*, determinato sulla base dell'attualizzazione dei flussi *post* previsione esplicita, riflette in forma sintetica il presupposto della continuità, è necessario chiedersi se e come possa sussistere un Valore Terminale in considerazione del fatto che la continuità potrebbe essere fortemente compromessa in mancanza della finalizzazione con successo di interventi di ristrutturazione, che possono essere anche di natura rilevante.

⁵⁴ Si veda: CNDCEC-SIDREA, *Linee Guida per la valutazione di aziende in crisi*, 2016.

⁵⁵ Si vedano: L. Guatri, M. Bini, *Nuovo Trattato sulla valutazione delle aziende*, 2009; PIV § III.1.37.



I flussi prospettici da assumere nei modelli valutativi di tipo reddituale o finanziario sono flussi medi attesi, conseguentemente, in contesti di crisi sarà necessario verificare se e come dovranno essere apportate delle rettifiche a tale fine.

Come già evidenziato nei precedenti capitoli, stante i principi condivisi dalla dottrina e dagli *standard setter* di riferimento nelle metodiche *income approach* (fondate sull'attualizzazione dei flussi di reddito o finanziari), sarebbe preferibile declinare il *rischio diversificabile o specifico* nella stima dei flussi mentre il *rischio non diversificabile* dovrebbe essere apprezzato nella stima del costo del capitale. È logico pensare che, in contesti di crisi, un normale investitore richieda un maggior rendimento rispetto alla remunerazione normale del capitale investito per il solo rischio non diversificabile. Tuttavia, in assenza di piani con scenari alternativi redatti dal *management* non risulta possibile agire direttamente sui flussi di cassa, pertanto, l'unica soluzione possibile potrebbe essere quella di riflettere nel tasso di attualizzazione anche il c.d. rischio specifico.

Conseguentemente anche nella stima del *Terminal Value* le possibili modalità di intervento sono due:

- a) agire sui flussi mediante:
 - rettifica diretta dei flussi del piano, allineandoli a quelli ritenuti medi attesi, normalizzando i flussi condizionati al verificarsi di uno specifico scenario e di *execution* del piano;
 - normalizzazione dei flussi medi attesi da piano al fine di stimare un flusso che possa esprimere la normale capacità di reddito dell'azienda riorganizzata dopo il periodo di previsione esplicita (flusso *steady state*);
- b) aumentare il tasso di attualizzazione, includendo un premio per il rischio di scenario/*execution* di deragliamento dal piano che comporterebbe la liquidazione dell'azienda.

In alcuni casi, ad esempio in presenza di un ultimo anno di piano particolarmente ottimistico, potrebbe ritenersi opportuno adottare alcuni accorgimenti prudenziali nella stima del *Terminal Value*, quali ad esempio:

- l'imputazione di un premio addizionale per il rischio direttamente nel WACC del TV;
- la determinazione del flusso base per la stima del TV, quale media delle ultime annualità di piano, nel caso in cui tale scelta possa essere giustificata da una sua coerenza logica, e non da un generico rinvio alla prudenza.

5.2.1 Flusso da attualizzare nella stima del Terminal Value (TV)

Secondo quanto rilevato nel PIV III 1.3.37 la stima del *Terminal Value* viene effettuata con il "metodo della crescita perpetua" mediante l'attualizzazione di un flusso sostenibile di lungo periodo, per un tempo illimitato, tenendo conto del tasso di crescita coerente con i fondamentali. Secondo i principi ivi contenuti si procede all'attualizzazione di un flusso di reddito di lungo periodo (Nopat – versione *asset*



side – o R_n – versione *equity side*), ponendo la variazione del CCN pari a zero ed un ammontare degli investimenti pari agli ammortamenti. Nella prassi, in genere, si usa il flusso dell'ultimo anno di piano, in quanto ritenuto ripetibile nel tempo, a cui si applica un tasso di crescita g pari al tasso di reinvestimento degli utili \times il tasso di rendimento del capitale (Approccio *asset side* $g = IR \cdot ROIC$ – Approccio *equity side* $g = IR \cdot ROE$);

Secondo il predetto principio (PIV III.1.37) la soluzione dell'attualizzazione su un orizzonte temporale infinito di un flusso "steady state" è considerata la soluzione metodologicamente più corretta, in quanto maggiormente coerente con le impostazioni di base che caratterizzano il metodo del DCF. In ogni caso, la stima basata su indicatori di mercato, qualora possibile, può essere usata quale metodo di confronto, fermo restando che eventuali differenze significative con la metodica principale (attualizzazione del flusso) non possono essere risolte con il calcolo di semplici medie matematiche. Sul punto, si ribadiscono, come già anticipato, le necessarie cautele che devono adottate ai fini dell'utilizzo di metodiche di mercato.

Nei PIV non viene espressamente prevista la possibilità di determinare il *Terminal Value* in base al "valore di recupero", ovvero al valore che si aspetta di ottenere dalla vendita di un'azienda al termine della vita utile, che secondo le assunzioni implicite delle metodiche *income approach* si considera indefinita, modalità che invece potrebbe essere appropriata in contesti di crisi.

Il Valore Terminale viene costruito sulla base di risultati distribuibili, dopo avere soddisfatto le esigenze di reinvestimento. Il flusso utilizzato ai fini della determinazione del TV, dovrebbe essere un flusso definito in una situazione "steady state", ovvero situazione in cui si è raggiunta la stabilizzazione dei *driver* di valore⁵⁶:

- redditività del capitale investito: ROIC (NOPAT/CO capitale operativo investito) nella versione *asset side*;
- *reinvestment rate* IR (variazione capitale operativo investito in un dato periodo t CO/NOPAT prodotto);
- Costo del capitale: WACC (versione *asset side*) e K_e (versione *equity side*)

Deve trattarsi di un flusso correlato ad una situazione ragionevolmente riproponibile negli esercizi successivi alla previsione esplicita di piano, sarebbe illogico pensare di proiettare un flusso nel futuro che non sia destinato a ripetersi.

L'Esperto non potrà procedere alla stima del flusso mediante una mera estrapolazione del flusso dell'ultimo anno di piano, ma dovrà esplicitare le motivazioni per cui ritiene che il flusso adottato nella

⁵⁶ Si veda: PIV § III.1.36.



declinazione della metodica sia espressivo della capacità di reddito normale dell'azienda riorganizzata, analisi che da un punto di vista metodologico non differisce dal processo che deve essere seguito in contesti non di crisi. La necessaria verifica della coerenza fra vincoli finanziari e capacità di investimento dopo la fine del periodo di previsione esplicita, in cui dovrebbero essere state ristabilite le condizioni di equilibrio a seguito dell'attuazione del processo di risanamento, rende l'analisi particolarmente complessa.

Nei PIV (III.1.37) viene precisato che, nel caso in cui nell'arco di previsione esplicita (piano), non si dovesse arrivare ad un flusso normalizzato, si possono prevedere periodi intermedi (*fading period*) prima del calcolo del valore terminale. Seppur da un punto di vista teorico l'approccio possa essere condivisibile, operativamente, diventa difficile avere un *set* informativo adeguato a tal fine.

Le valutazioni in ottica *going concern* si basano su un piano di risanamento, che in genere ha un orizzonte temporale massimo di 5 anni, da cui si dovrebbe evincere il ripristino delle condizioni di equilibrio, per lo più in forte discontinuità con il passato. In merito alle analisi che dovrebbero essere effettuate sull'uso dell'informativa finanziaria prospettica nella valutazione d'azienda si richiama il contenuto del *Discussion Paper 1/2021*⁵⁷ in cui viene precisato che l'Esperto valutatore deve verificare i seguenti aspetti:

- coerenza interna all'informazione prospettica;
- coerenza dell'informazione prospettica con i risultati dell'analisi fondamentale compiuta autonomamente dall'Esperto;
- la coerenza fra la finalità per la quale l'informazione prospettica è stata prodotta e la configurazione di valore oggetto della stima.

L'analisi del modello di *business* rappresenta il fulcro dell'analisi fondamentale e della stima del *Terminal Value*.

Il flusso che viene utilizzato ai fini della stima del Terminal Value, economico o finanziario, deve essere riproducibile in futuro, quindi "normalizzato" per effetto di elementi eccezionali non ricorrenti, di entità anomala rispetto all'ordinaria operatività. Fra gli aspetti di maggiore rilevanza nell'analisi di normalizzazione, necessaria ai fini della determinazione di un flusso c.d. "steady state", si segnalano i seguenti:

- marginalità a regime: la determinazione del livello di marginalità a regime richiede un'attenta analisi del posizionamento competitivo, di coerenza con il livello dei *competitors* e di analisi critica delle *performance* storiche. La necessaria ed attenta analisi delle cause della crisi e delle

⁵⁷ Si veda: OIV, *L'uso dell'informazione finanziaria prospettica nella valutazione di azienda*, Discussion Paper 01/2021.



azioni correttive poste alla base del progetto di risanamento diventa di importanza rilevante a tale fine;

- incidenza degli investimenti di mantenimento (*maintenance capex*): nella prassi si assume la semplificazione che gli investimenti di mantenimento siano in linea con gli ammortamenti, *assumption* che va ovviamente verificata al caso concreto;
- misura degli investimenti necessari a supportare la crescita di lungo periodo (*growth capex*): va effettuata la verifica della coerenza con gli obiettivi di crescita di lungo periodo.

Poiché in condizioni stabilizzate i flussi determinati con il metodo finanziario e con il metodo reddituale dovrebbero convergere⁵⁸, il flusso da attualizzare dovrebbe rappresentare un flusso a regime con un livello di redditività medio-normale con una variazione del CCN pari a zero, ed un livello di investimenti pari agli ammortamenti, che in sostanza corrisponde al NOPAT nella versione “*asset side*”.

L’Esperto dovrà svolgere l’analisi della solidità del punto di arrivo del piano e capire se la situazione rappresentata può essere:

- i. considerata alla reale portata dell’impresa;
- ii. considerata una situazione di equilibrio;
- iii. coerente con il contesto competitivo e con gli specifici vantaggi di cui l’impresa gode;
- iv. realistica in termini di realizzazione.

Seppur non cambino i presupposti metodologici della declinazione operativa della metodica, in contesti di crisi, la maggiore difficoltà sta proprio nella comprensione del modello di *business* e delle dinamiche dei suoi fattori di successo che si fondano anche su metriche di natura non finanziaria. La manovra di risanamento che si cerca di finalizzare può comportare elementi di forte discontinuità con il passato, con conseguente complessità dell’analisi della solidità del punto di arrivo del piano.

In estrema sintesi, sarà necessario svolgere una serie di verifiche volte all’analisi di coerenza del piano e quindi della ragionevolezza delle *assumptions* in un contesto in cui i rischi associati al piano e la probabilità di insuccesso, con conseguente *default*, sono molto più elevati.

Seppur debba essere sufficientemente chiaro che all’Esperto valutatore non viene richiesto un espresso giudizio di merito sulla “fattibilità del piano”, come invece richiesto al professionista attestatore nelle varie casistiche previste dal Codice della Crisi, in ogni caso la declinazione operativa delle metodiche valutative richiede allo stesso Esperto un autonomo esercizio di scetticismo professionale, al fine di motivare le scelte adottate nella costruzione dell’impianto valutativo, motivazioni che non possono essere ricondotte a generici rinvii al principio di prudenza o mere medie matematiche. È indubbio che nel caso di piani attestati, su cui un Esperto indipendente ha formulato un giudizio di merito alla

⁵⁸ Si veda: PIV § III. 1.37, esempio 16.

veridicità dei dati e alla fattibilità del piano secondo linee guida emanate dal CNDCEC, l'Esperto valutatore ha una solida base informativa di supporto allo svolgimento delle analisi necessarie alla comprensione della fattibilità del piano⁵⁹ e delle dinamiche dei driver di valore.

Dalle considerazioni sopra esposte si evince come nella valutazione di aziende in crisi non vada esclusa *a priori* la possibilità di stima di un *Terminal Value* sulla base dell'attualizzazione di un flusso *post* previsione esplicita, ma è l'analisi del contesto al termine del piano da cui si devono poter desumere i presupposti metodologici che stanno alla base della metodica (previsione di un *flusso steady state* ripetibile nel tempo). A tale fine, è di particolare rilevanza che, anche nella stima del *Terminal Value* come nella stima dei flussi periodo esplicito, venga declinato il *rischio specifico diversificabile* mediante l'elaborazione di uno spettro di scenari alternativi cui associare una probabilità di realizzo, come già precisato nel paragrafo 4.2). I flussi rappresentati nello scenario base del piano, rappresentano lo scenario maggiormente probabile (*most likely*), ma non necessariamente possono essere considerati "risultati medi attesi".

Va, in ogni caso, ricordato che dopo avere determinato i flussi medi attesi, ovvero non correlati ad uno specifico scenario, è necessario procedere alla normalizzazione del flusso al fine di determinare il *flusso steady state*, che sta alla base della determinazione del TV secondo i principi metodologici desumibili dai documenti pubblicati dagli standard setter di riferimento.

Nelle tabelle che seguono viene riportato un esempio di calcolo del flusso di *Terminal Value* sulla base dell'approccio per scenari. A mero titolo esemplificativo è stato considerato che il flusso dell'ultimo anno di piano è considerato "*steady state*". Nello scenario di insolvenza non è stato considerato nessun flusso di risultato in quanto, trattasi di scenario in cui non è ipotizzabile la continuità oltre l'orizzonte di piano.

PIANO ECONOMICO FINANZIARIO								
		probabilità	1	2	3	4	5	tv
Piano attestato	scenario							
base		60%	-450	-100	50	300	400	400
Piano attestato	stressato	25%	-650	-150	-50	150	200	200
Scenario	insolvenza	15%	-700	-200	-210	250		
Flussi medi attesi			-538	-128	-14	255	290	290

⁵⁹ Si veda: CNDCEC-Fondazione Nazionale dei Commercialisti, *Principi di attestazione dei piani di risanamento* - Versione 2024, par. 6 (Verifica sulla fattibilità del piano).



STIMA IPOTESI SCENARIO BASE PIANO						
COC	10%					
Risk free	2%					
DISCOUNT FACTOR RISK FREE		0,9803922	0,9611688			
DISCOUNT FACTOR				0,7513148	0,6830135	0,6209213
FLUSSO TV ULTIMO ANNO DI PIANO						400
TV (CALCOLATO COME FLUSSO ULTIMO ANNO AL TASSO IN PERPETUO)						4.000
Valore attuale TV						2.483,6853
TV determinato sulla base dei flussi dell'ultimo anno di piano						
Valore attuale flussi		- 441,18	- 96,12	37,57	204,90	248,37
VALORE AZIENDA SULLA BASE DEL PIANO ATTESTATO						2.437,23

STIMA SULLA BASE DEI FLUSSI MEDI ATTESI						
		1	2	3	4	5 tv
COC	10%					
Tasso risk free	2%					
FLUSSO TV FLUSSO MEDIO PONEDERATO ULTIMO ANNO						290
TV ATTUALIZZATO AL TASSO COC						2.900
DISCOUNT FACTOR RISK FREE (PERIODI FLUSSI NEGATIVI)		0,9803922	0,9611688	0,9423223		
DISCOUNT FACTOR PERIODO FLUSSI POSITIVI					0,683013	0,620921
Valore attuale flussi		- 526,96	- 122,55	- 13,19	174,17	180,07
VALORE AZIENDA SULLA BASE DEI FLUSSI MEDI ATTESI						1.492,21



5.2.2 Orizzonte temporale di riferimento per il calcolo del Terminal Value

Secondo quanto previsto nei PIV⁶⁰, la soluzione metodologicamente più corretta, in quanto coerente con l'impostazione del metodo del DCF, è quella di prevedere una durata illimitata. Ci si deve chiedere, allora, se anche nel caso di valutazione di impresa in crisi, in ottica *going concern*, pertanto effettuata nella prospettiva del risanamento, si possa ipotizzare una durata illimitata della vita utile dell'impresa. Come sopra anticipato stimare il TV in un orizzonte temporale infinito presuppone che l'azienda a fine piano abbia raggiunto la "parità competitiva" ovvero abbia la capacità di garantire una redditività del capitale investito allineata al costo del capitale. Se l'azienda non raggiunge la suddetta condizione senza ulteriori azioni correttive non avrà la capacità di reddito necessaria a mantenere la generazione di cassa prevista nell'ultimo anno di piano per un periodo di durata indefinita.

L'opinione di valore cui giunge l'Esperto deve essere razionale, ovvero essere costruita secondo uno schema logico rigoroso e convincente, fondato su principi di razionalità economica e affidabile, nel senso di limitare il più possibile la discrezionalità⁶¹. L'utilizzo di un orizzonte temporale limitato al solo fine di ridurre il valore del *Terminal Value* in virtù di un generale criterio di prudenza non sarebbe in linea con i principi di carattere generale codificati nella parte prima dei PIV (Rete concettuale di base). La definizione di orizzonte temporale non infinito dovrebbe essere motivata da elementi di contesto che l'Esperto dovrebbe aver acquisito nell'ambito dell'applicazione dell'analisi fondamentale (analisi del contesto di mercato e della sua dinamica, individuazione dei driver di valore e loro evoluzione prospettica) e dell'apprezzamento dei fattori di rischio e dei loro possibili effetti.

Sebbene il peso dei flussi molto lontani nel tempo si riduca in maniera rilevante per effetto dell'attualizzazione, ciò che qui preme sottolineare è che l'utilizzo della rendita perpetua è conforme con i principi base su cui si fonda la metodica del DCF. Qualora la suddetta metodica sia ritenuta coerente con le finalità della stima ed il contesto di riferimento, si ritiene che l'orizzonte temporale infinito sia la soluzione naturale nel calcolo del TV, fatti salvi elementi che potrebbero portare ad una diversa conclusione ai fini della costruzione di una razionale e motivata sintesi valutativa. Sul punto si rinvia anche a quanto affermato nelle "Linee Guida per la valutazione delle imprese in crisi" CNDCEC e SIDREA.⁶²

Come già evidenziato nella presente guida operativa, la stima della durata della vita utile rappresenta un elemento necessario ai fini della costruzione della sintesi valutativa che l'Esperto deve motivare

⁶⁰ Si veda: PIV § III.1.37 – La sezione III.1 è dedicata alla valutazione di aziende o rami di aziende.

⁶¹ Si veda: PIV § I.1.4.

⁶² Si veda: – CNDCEC-SIDREA, *Linee guida per la valutazione delle imprese in crisi*, 2016, par. 7.7.



sulla base degli elementi che ha acquisito nell'ambito dell'apprezzamento della base informativa e nello svolgimento dell'analisi fondamentale. L'Esperto, qualora non ritenga di avere elementi sufficienti per poter ipotizzare una vita utile oltre la fine dell'orizzonte temporale di piano, può determinare il *Terminal Value* sulla base del valore attuale del patrimonio netto rettificato, espresso ai valori presunti dell'ultimo esercizio del piano.

Da un punto di vista metodologico, una diversa scelta di determinare la stima del TV sulla base di un flusso oltre la fine dell'orizzonte temporale di piano, impone la scelta del termine della vita utile che, se non identificabile a priori, ed alle condizioni sopra esposte, è convenzionalmente considerato illimitato. La formula della rendita perpetua si basa proprio sul presupposto che non è possibile *a priori* definire un termine alla vita di un complesso aziendale.

5.2.3 Stima del tasso di crescita "g" (growth rate)

Secondo i principi codificati nella prassi valutativa, nei casi in cui vi siano fondate prospettive di crescita del business/settore, l'utilizzo di un flusso costante penalizzerebbe la stima del Terminal Value in quanto non verrebbe considerata la generazione di valore creata dal reinvestimento dei flussi.

Nelle brevi note che seguono vengono commentati i principi codificati nella prassi, con particolare focus sulla relazione fra tasso di crescita "g" e costo del capitale, e poi vengono evidenziate le criticità correlate all'utilizzo di un tasso di crescita in contesti di crisi.

Nel caso in cui si possa ipotizzare che la crescita abbia una concreta possibilità di manifestazione, vi sono due diverse modalità per poterla inserire nel processo valutativo:

- correggere direttamente i flussi attesi, prevedendo un aumento dei flussi sulla base di un modello di crescita a stadi;
- diminuire il tasso di sconto per il fattore di crescita (c.d. tasso di crescita "g"). Conseguentemente il *Terminal Value* viene calcolato come segue (approccio *asset side*):

$$TV = \frac{\frac{FCFO_{n+1}}{(WACC-g)}}{(1+WACC)^n}$$

La stima del Valore Terminale generalmente viene effettuata sulla base di un flusso sostenibile nel lungo periodo, processo in cui deve essere effettuata la verifica dello stretto nesso causale fra tasso di crescita adottato e quota di reinvestimento dei flussi operativi.

Come precisato al par. III. 1.37 dei PIV "la stima del tasso di crescita g richiede uno sforzo finalizzato a comprendere la sostenibilità del vantaggio competitivo nel lungo termine", che materialmente si traduce in un tasso di rendimento del capitale investito sistematicamente superiore al costo del capitale. Se nell'orizzonte temporale di piano l'impresa esaurisce le fonti dei vantaggi competitivi, il

rendimento dell'investimento marginale oltre il periodo esplicito di piano non può essere diverso dal costo del capitale. Per poter sostenere un saggio di crescita potrebbe essere necessario aumentare la percentuale di utili da reinvestire con effetto neutro sul calcolo del valore terminale. Stante la stretta correlazione fra tasso di crescita atteso e quota di reinvestimento dei flussi prodotti e costo del capitale, il rischio non sta nella determinazione del saggio di crescita in sé ma nella redditività associata a quella crescita.

Il tasso di crescita "g" deve essere coerente con gli investimenti considerati nel flusso "normalizzato" ai fini della stima del TV.

In estrema sintesi nel lungo periodo si avrà una creazione di valore solo se il reinvestimento dei flussi garantisce un tasso di rendimento del capitale (ROIC/ROE) maggiore del rendimento atteso dall'investitore.

Sul punto, i PIV⁶³ forniscono un parametro per poter fissare il tasso di crescita "g" che funge da soglia massima, come segue:

$$g = IR * ROIC \text{ (versione asset side)}$$

Dove

IR: tasso di reinvestimento, misura quanto un'impresa deve reinvestire per poter sostenere la crescita futura e viene calcolato come segue.

$$IR = \frac{\text{Capex netti} + \text{Variazione CCN op}}{\text{NOPAT (EBIT} * (1-t))}$$

$$ROIC = \frac{\text{EBIT} (1-t)}{\text{COIN (capitale operativo investito netto)}}$$

COIN (capitale operativo investito netto)

Da quanto sopra esposto si evince che il tasso di crescita "g" deve essere commisurato alla capacità dell'impresa di effettuare investimenti necessari per mantenere lo stesso vantaggio competitivo.

Riprendendo la formula di cui sopra, la soglia massima del *growth rate* viene determinata come segue:

$$g = IR * ROIC = \frac{(\text{Capex netti} + \text{Variazione CCNop}) \times \text{EBIT} * (1-T)}{\text{COIN} \times \text{Capex netti} + \text{CCN op}}$$

Di seguito un esempio in cui vengono previste due ipotesi in cui le differenze sono unicamente riconducibili all'entità dei *capex* netti e quindi COIN:

tasso crescita g nella stima del TV (PIV III,1,36)		
	ipotesi 1	ipotesi 2
Capex	750	750

⁶³ Si veda: PIV § III.1.36, nota 14).



ammortamenti	650	250
Capex netti	100	500
CCN op (n-1)	700	700
CCN op (n)	900	900
EBIT	1500	1500
t	24%	24%
NOPAT	1140	1140
COIN	1000	1400
ROIC (NOPAT/COIN)	1,14	0,81
IR (capex netti +var Ccop netto/capex netto +CCNop)	26,32%	61,40%
g = ROIC x IR	0,3000	0,5000

Nell'esempio sopra esposto si evince come a parità di NOPAT e variazione del CCN op nell'ipotesi 2 è necessaria una maggiore quota di NOPAT per il mantenimento dei capex.

Nel caso si adotti un approccio *equity side* il calcolo viene effettuato come segue $g = IR * ROE$ (versione *equity side*).

Come sopra evidenziato, ferma restando l'imprescindibilità dell'analisi fondamentale e delle scelte discrezionali, che devono essere adottate e motivate nella costruzione della sintesi valutativa, nel lungo periodo vi sono alcuni parametri che generalmente rappresentano valori limite:

- tasso di sviluppo di settore;
- tasso di crescita prevista dal prodotto interno lordo;
- tasso di inflazione: l'uso di un tasso di crescita che ha quale unico scopo il recupero dell'inflazione al fine di rendere reali i flussi terminali nel corso del tempo. In questo caso deve esserci coerenza fra tasso privo di rischio usato nella stima del costo del capitale e tasso di inflazione di lungo termine.



In estrema sintesi, prevedere un tasso di crescita g con conseguenti effetti materiali sul calcolo, vuol dire ipotizzare che l'azienda sarà in grado di mantenere il proprio vantaggio competitivo nel tempo, ovvero che il rendimento del capitale investito sia superiore al costo del capitale.

Stante quanto sopra esposto in merito alla correlazione fra tasso di crescita atteso, quota di reinvestimento degli utili e costo del capitale, è presumibile che non sia facile avere basi informative solide su cui poter sostenere la sussistenza dei presupposti metodologici che giustificano la previsione di un tasso di crescita " g " nella stima del TV. Non va dimenticato che stiamo parlando di un'azienda in crisi alla data della valutazione, che deve attuare un piano di risanamento che può prevedere anche forti discontinuità con il passato, piano che deve essere attuato con successo e infine dovrebbe anche avere un rendimento del capitale investito superiore al costo del capitale nel periodo post previsione esplicita e, quindi, poter sostenere un vantaggio competitivo nel tempo.

In estrema sintesi non considerare un tasso di crescita g vuol dire non considerare le opportunità di investimento oltre l'orizzonte di piano a valore attuale positivo dell'azienda risanata, né a considerare l'adeguamento per la crescita nominale dei redditi a seguito dell'inflazione.⁶⁴

Anche come già precisato nella GUIDA SIDREA⁶⁵ la previsione di un tasso di crescita sarà accettabile solo in presenza di elementi giustificabili e credibili di cui l'Esperto dovrà dare adeguata informativa nella sua relazione.

5.2.4 Tasso di attualizzazione nella stima del Terminal Value

Una volta definita la prospettiva che sta alla base della determinazione del *Terminal Value* (prospettiva tradizionale – attualizzazione flussi di risultato – prospettiva di liquidazione – patrimonio netto rettificato alla fine dell'orizzonte temporale esplicito), è necessario definire il tasso di attualizzazione.

Rinviando a quanto già precisato nei precedenti paragrafi 5.1.1, 5.1.2, 5.1.3 in merito alla stima del tasso nella valutazione di aziende in crisi, un'ulteriore riflessione da fare è se sia maggiormente appropriato l'utilizzo di un tasso diverso da quello/quelli usati per l'attualizzazione dei flussi risultanti dalla previsione esplicita, al fine di renderli coerenti con una dinamica di lungo termine ed evitare l'influenza di fattori distorsivi tipici del periodo di previsione esplicita e non riproponibili nel lungo periodo. Non va dimenticato che la stima del TV viene effettuata alla fine del periodo esplicito in cui si ipotizza che il progetto di risanamento sia stato completato con il conseguente ripristino delle condizioni di equilibrio.

Come già evidenziato nei capitoli precedenti per la stima del valore nel periodo di previsione esplicita, qualora nella stima dei flussi che stanno alla base della determinazione del TV non sia stato possibile

⁶⁴ Si veda: M. Bini, *La valutazione delle aziende in crisi*, Egea, 2025, par 8.1.1.

⁶⁵ Si veda: CNDCEC – SIDREA, *Linee guida per la valutazione delle imprese di aziende in crisi*, 2016, par. 7.7.4.



apprezzare tutti i rischi correlati al piano (scenario ed execution), il tasso di attualizzazione del TV dovrà tener conto dei premi aggiuntivi per la declinazione dei suddetti rischi. Qualora nella stima del tasso di previsione esplicita siano stati considerati coefficienti *alfa*, al fine di tener conto di rischi non adeguatamente colti nel modello classico di stima del costo del capitale, va verificato se gli stessi possano essere coerenti con il contesto esistente al momento in cui viene effettuato il calcolo del TV in cui l'azienda dovrebbe essere riorganizzata e la situazione dovrebbe essere stabilizzata. Ad esempio, nel caso in cui l'Esperto abbia previsto un aumento del tasso di attualizzazione mediante l'uso del "Mortality rate" (vedi par. 5.1.1)

$$\% \text{ incremento del tasso di attualizzazione} = [Mr/(1-Mr)]$$

il premio aggiuntivo nel tasso di attualizzazione del TV dovrà essere calcolato alla fine del periodo di previsione esplicita.

6 CONCLUSIONI

Nella valutazione delle aziende in crisi, come recentemente ha confermato l'Organismo Italiano di Valutazione nel più volte richiamato Discussion Paper 1/2025, vengono applicati i principi valutativi di carattere generale codificati nei PIV, seppur con alcuni correttivi.

La scelta della metodologia di stima, successiva alla formazione e apprezzamento della base informativa ed all'applicazione dell'analisi fondamentale, è influenzata dal contesto di riferimento, dalla qualità della base informativa, dalla finalità dell'incarico e dalla configurazione di valore ricercata.

L'analisi fondamentale nei contesti di crisi deve consentire all'Esperto di comprendere il tipo di crisi ed il livello di gravità della crisi e quindi i fondamentali su cui si fonda la capacità di reddito alla fine del piano di risanamento. Il livello di gravità influisce in maniera rilevante sull'apprezzamento dei rischi e quindi sulla costruzione dell'impianto valutativo. Nella prassi si possono avere contesti valutativi molto diversi fra loro con conseguenti diverse criticità da declinare nel processo valutativo. Stimare il valore di una azienda seppur in crisi, ma che necessita solo di una ristrutturazione del passivo (ad esempio conversione di debito in *equity*) è indubbiamente più semplice che stimare il valore di un'azienda che necessita dell'attuazione di un invasivo processo di *turnaround* e della correlata manovra finanziaria. È facile comprendere come in quest'ultimo caso la declinazione dei rischi nella costruzione della sintesi valutativa sia molto complessa e richiede ulteriori cautele.

Un'azienda potrà considerarsi pienamente risanata, e quindi continuare ad esistere per un periodo indefinito al termine del piano, solo se sarà in grado di conservare il capitale investito, autonomamente



senza ulteriori azioni correttive, condizione in cui il rendimento del capitale investito è almeno pari al costo del capitale.

Come anticipato nel capitolo 5), in tutti i contesti valutativi in cui viene ipotizzata la continuità, la metodologia di stima maggiormente utilizzata è quella basata sull'attualizzazione dei flussi finanziari, desumibili dal piano di risanamento con il metodo Discounted Cash Flow (DCF), seppur non può essere escluso l'uso di altre metodiche, in presenza dei presupposti previsti per la loro applicazione.

In via preliminare va precisato che, seppur all'Esperto non è richiesta nessuna specifica attestazione in merito:

- alla veridicità dei dati;
- alla fattibilità del piano: valutazione prognostica circa la realizzabilità dei risultati attesi (giudizio che compete al Professionista Attestatore nei casi previsti dal Codice della Crisi);

lo stesso deve necessariamente svolgere un autonomo esercizio di scetticismo professionale al fine di poter spiegare e motivare le scelte metodologiche adottate, in particolare per quanto attiene alla declinazione dei rischi di attuazione e di insuccesso del piano.

L'opinione di valore cui giunge l'Esperto deve essere razionale, ovvero essere costruita secondo uno schema logico rigoroso e convincente, fondato su principi di razionalità economica, affidabile, nel senso di limitare il più possibile la discrezionalità, e verificabile⁶⁶. Il rinvio a generici principi di prudenza non è accettabile nell'ambito del *framework* concettuale dei PIV, men che meno in contesti di crisi, in cui la platea degli utilizzatori finali dell'*output* valutativo, generalmente, non coincide con il committente, ed anzi confida che una valutazione sia affidabile e garante della tutela dei propri interessi.

Nella valutazione d'azienda in ottica "*going concern*" la declinazione operativa delle metodiche *income approach* si fonda sulle seguenti assunzioni di base:

- i flussi del piano sono considerati *flussi medi attesi* ovvero non condizionati al verificarsi di uno specifico scenario;
- ai fini della stima del costo del capitale viene usato il modello del CAPM composto da due elementi *tasso risk free* e premio per il *rischio sistematico (non diversificabile)*;
- le tecniche classiche di stima del TV si basano sull'attualizzazione di un flusso *steady state* al termine del piano con *tasso di crescita g*, per una durata indefinita, che prevede che l'azienda possa mantenere una capacità di reddito in grado di conservare e non distruggere il capitale investito.

⁶⁶ Si veda: PIV § 1.1.4



È facile comprendere come nella stima del valore di un'azienda in crisi devono necessariamente essere adottati una serie di correttivi nella declinazione operativa delle metodiche *income approach* onde evitare risultati irrazionali.

Nella gran parte dei casi il piano incorpora azioni correttive e i flussi desumibili dal piano sono condizionati all'attuazione di uno specifico scenario che rappresenta quello favorevole più probabile, quindi non possono essere considerati flussi medi attesi.

Secondo le *best practices* codificate dall'OIV⁶⁷ a seconda del fatto che l'informazione prospettica sia condizionata o meno ad uno specifico scenario devono essere seguiti due differenti approcci:

- *criterio fondato sui flussi medi attesi* (non condizionato al verificarsi di uno specifico scenario) che consiste nello scontare i flussi medi attesi al costo del capitale;
- *criteri fondato sui flussi probabili*, che consiste nello scontare i flussi relativi ad uno specifico scenario (normalmente il più probabile – flussi piano risanamento) ad un tasso che considera oltre alla remunerazione del rischio sistematico, catturato dalla metodica classica del CAPM, un premio di *rischio aggiuntivo per rischio scenario*.

Stante i principi condivisi dalla dottrina e dagli *standard setter* di riferimento, nelle metodiche *income approach* sarebbe preferibile tener conto del *rischio diversificabile o specifico* nella stima dei flussi, mentre il *rischio non diversificabile* dovrebbe essere apprezzato nella stima del costo del capitale. Tuttavia, ove non risultasse agevole agire direttamente sui flussi di cassa, declinando operativamente un approccio per scenari, come ad esempio in assenza di piani con scenari alternativi redatti dal *management*, l'unica soluzione possibile sarebbe quella di riflettere nel tasso di attualizzazione anche il c.d. rischio specifico.

Come più volte evidenziato nella presente guida operativa nella costruzione dell'impianto valutativo di un'azienda in crisi devono essere declinati i rischi correlati alla finalizzazione del processo di risanamento che può comportare azioni e contesti strategici anche in forte discontinuità con il passato:

- *Rischio del piano inteso come dispersione dei possibili risultati realizzabili* (rischio scenario e rischio di esecuzione correlato al fatto che il piano si fonda anche su assunzioni di natura ipotetica), di cui tener conto nella configurazione di valore "*reorganization value*". Se i flussi di piano sono condizionati ad uno specifico scenario (*flussi conditional*), normalmente il più probabile, sarà necessario rettificare i flussi adottando *l'approccio per scenari*. Secondo questo approccio la declinazione del rischio di esecuzione del piano sui flussi, comporta l'esistenza di piani elaborati su diversi scenari alternativi e la definizione delle probabilità da associare ad ognuno di essi con conseguente rideterminazione dei flussi sulla base della ponderazione delle

⁶⁷ Si veda: OIV, *L'uso dell'informazione finanziaria prospettica nella valutazione di azienda*, Discussion Paper 01/2021, par. 1.4.



probabilità. Poiché nella prassi professionale generalmente viene approvato un unico piano, corredato da mere analisi di *sensitivity*, sarà necessario scontare i flussi ad un tasso di sconto maggiorato per il suddetto rischio.

- *Probabilità di insuccesso del piano e conseguente default*: oltre ai rischi propri di esecuzione del piano (scenario e *execution*), come sopra definiti, nel caso in cui la configurazione di valore ricercata sia il valore di mercato, sarà necessario tener conto della probabilità di insostenibilità del piano e di conseguente possibile *default*. Il suddetto rischio può essere apprezzato sulla base di due diverse modalità.
 - a) stimando la probabilità di insuccesso del piano e ricavando il valore come media ponderata in base alle rispettive probabilità attribuibili, da un lato, al valore dell'azienda, come risulta dal piano di riorganizzazione, e, dall'altro, al valore di liquidazione;
 - b) usando un tasso di sconto dei flussi che consideri specificatamente quel rischio:
 - i. prendendo a riferimento i tassi di rendimento richiesti dai finanziatori specializzati in investimenti in aziende caratterizzate da un elevato rischio. Il rendimento richiesto da fondi specializzati esprime un tasso che già incorpora il premio per il *rischio di scenario* e di *excution del piano* (rischi legati alla natura conditional dei flussi di piano);
 - ii. mediante la definizione di un premio di rischio determinato sulla base del *mortality rate* % incremento del tasso di attualizzazione = $[Mr/(1-Mr)]$, determinato sulla base di fonti esterne (ad esempio analisi statistiche sull'andamento dei procedimenti di ricomposizione della crisi condotte presso la Camere di Commercio, Tribunali Albi Professionali);
 - iii. mediante il *default spread* determinato sulla base della correlazione fra modello Z Score di Altman e classi di *rating* di Standard & Poors. Sul punto si rinvia a quanto esposto nel par. 5.1.1.

Infine per quanto attiene alla *stima del Terminal Value*, non vi sono preclusioni aprioristiche che possono escludere l'esistenza di un TV stimato sulla base dell'attualizzazione dei flussi dopo la fine dell'orizzonte temporale di piano. La difficoltà della stima di questa componente dell'EV, che in contesti di crisi, rappresenta la gran parte del valore, sta nella ricostruzione del *set* informativo necessario per la verifica dei presupposti metodologici, che nella sostanza non cambiano rispetto ai contesti non di crisi. Secondo i principi codificati nei PIV il TV viene determinato sulla base di un flusso "*steady state*", risultante da un assetto normalizzato e ripetibile nel tempo, con un tasso di crescita "*g*" che, di fatto, riduce il tasso di attualizzazione, in presenza di determinate condizioni. Come meglio precisato nel par. 5.2), anche



per la stima del TV è applicabile *un approccio per scenari*, qualora i flussi del piano non possano essere considerati *flussi medi attesi*. Per quanto attiene alla durata della vita utile oltre il periodo esplicito, l'utilizzo della durata infinita (PIV III.1.37) non è di per sé non coerente con contesti valutativi di aziende in crisi nel presupposto che vi siano le condizioni per poter sostenere che l'azienda abbia raggiunto *la parità competitiva* ovvero di garantire un rendimento del capitale investito almeno pari al costo del capitale e, quindi, di conservare il capitale.

Per quanto attiene al tasso di crescita g si ritiene sia molto difficile che in contesti di crisi vi siano le condizioni per poterlo prevedere, in quanto è molto difficile che il valore corrente di un'azienda a rischio sopravvivenza possa incorporare opportunità di crescita con valore attuale positivo, quindi possa mantenere vantaggi competitivi per una durata indefinita.

L'utilizzo di un orizzonte temporale limitato, in virtù di un rinvio ad un generale principio di prudenza, non sarebbe in linea con i principi codificati nei PIV.

L'Esperto dovrà spiegare e motivare le scelte adottate a fini della declinazione del rischio, ponendo particolare attenzione a fenomeni di *double counting*.

Stante i principi condivisi dalla dottrina e dagli *standard setter* di riferimento, nelle metodiche *income approach* sarebbe preferibile tener conto del *rischio diversificabile o specifico* nella stima dei flussi, mentre il *rischio non diversificabile* dovrebbe essere apprezzato nella stima del costo del capitale. È logico pensare che, in contesti di crisi, un normale investitore richieda un maggior rendimento rispetto alla remunerazione normale del capitale investito che remunera il solo rischio non diversificabile. Tuttavia, ove non risultasse agevole agire direttamente sui flussi di cassa, declinando operativamente un approccio per scenari, come ad esempio in assenza di piani con scenari alternativi redatti dal *management*, l'unica soluzione possibile sarebbe quella di riflettere nel tasso di attualizzazione anche il c.d. rischio specifico.



Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili
Piazza della Repubblica, 59 00185 Roma