

Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

IMPRESE IN CRISI E IN STATO DI INSOLVENZA: IL SISTEMA DEGLI
INDICI D'ALLERTA E LA VALUTAZIONE D'AZIENDA NELLA CRISI DI
IMPRESA

Prof. Raffaele Oriani

RELATORE

Veronica Fileri matr.217411

CANDIDATO

Anno Accademico 2019/2020

Indice

Indice	2
INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 1	4
LE IMPRESE IN CONDIZIONI DI DISSESTO	4
1.1 <i>balance sheet test ed equity test</i>	4
1.2 la natura e l'origine dello stato di difficoltà	6
1.3 i costi diretti del dissesto	8
1.4 i costi indiretti del dissesto	10
1.4.1 il conflitto di interessi tra azionista ed obbligazionista	11
1.6 <i>la Trade-Off Theory</i>	14
CAPITOLO 2	16
IL CODICE DELLA CRISI D'IMPRESA E DELL'INSOLVENZA	16
2.1 il quadro normativo	16
2.2 le definizioni di crisi e di insolvenza ex art. 2 CCI	17
2.3 il sistema degli indici d'allerta	18
2.3.1 il patrimonio netto negativo	21
2.3.2 Il DSCR	22
2.3.3 gli indici di settore	24
2.4 gli indici specifici	25
2.5 COVID-19: le misure a sostegno delle imprese in Italia	27
CAPITOLO 3	34
LA VALUTAZIONE DELLE IMPRESE IN CRISI E IN SITUAZIONI DI INSOLVENZA	34
3.1 impresa insolvente ed impresa in crisi: i profili di valutazione distintivi	34
3.2 i possibili contesti valutativi	38
3.3 la stima del tasso di attualizzazione	40
3.4 il valore delle attività	43
3.5 il valore del debito	47
3.6 il valore dell'equity	48
CAPITOLO 4	52
IL GRUPPO A.S. ROMA	52
CONCLUSIONI	55
Bibliografia	58

INTRODUZIONE

Il fenomeno della crisi di impresa e del suo trattamento si presenta complesso anche per ciò che riguarda la valutazione dell'efficienza delle norme che lo regolano. Un quadro normativo in materia di gestione delle crisi di impresa che garantisca il maggior grado di soddisfazione possibile per i creditori e la massimizzazione del valore dell'impresa in dissesto, in una prospettiva di tutela degli interessi degli *stakeholders* (dipendenti, fornitori ecc.), è cruciale per il buon funzionamento del sistema economico. Infatti, la disponibilità di strumenti che assicurino la tempestiva liquidazione delle imprese non più produttive e la ristrutturazione di quelle che versano in situazioni di temporanea difficoltà, favorisce l'efficiente riallocazione delle risorse e accresce la produttività dell'economia. Un sistema che tuteli in maniera adeguata sia i creditori che i debitori, anche tramite la possibilità di valorizzare l'attivo e liquidarlo in tempi contenuti, può agevolare la disponibilità del credito e contenerne il costo senza scoraggiare l'assunzione di rischio da parte delle imprese, con effetti positivi sull'investimento e sull'innovazione. Infine, una veloce soluzione delle crisi d'impresa consente di contenere i costi diretti e indiretti associati al dissesto.

Lo scopo di questo elaborato è, quindi, analizzare il fenomeno della crisi di impresa alla luce del nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (di seguito CCI). Quest'ultimo mira al perseguimento di un duplice obiettivo: da un lato, operare un riordino del quadro regolamentare esistente, compendiando in un unico Codice la disciplina di tutte le situazioni di indebitamento e di crisi, a prescindere dalla natura giuridica dei soggetti che si trovano in tali situazioni; dall'altro, promuovere una logica di prevenzione e di intervento precoce, attraverso la disciplina dei sistemi di allerta e di composizione assistita della crisi. Può dirsi che, da un'originaria finalità sanzionatoria e liquidatoria dell'unica procedura concorsuale, quale il fallimento, conformatosi quando iniziarono a svilupparsi i traffici commerciali e gli strumenti di credito, si è passati ad un'articolata pluralità di procedure nelle quali il profilo sanzionatorio scompare e dove assume rilevanza l'impresa in crisi quale bene da proteggere, ogni volta che le condizioni in cui versa lo consentano.

Nel primo dei quattro capitoli, di cui consta l'elaborato, sarà affrontata la differenza fra insolvenza e crisi, nonché tra crisi economica e crisi finanziaria, in relazione alla natura e all'origine dello stato di difficoltà. Di seguito, saranno analizzati i costi diretti e indiretti del dissesto, tra i quali rilevano i conflitti di interesse tra azionisti e obbligazionisti. Per la teoria del *trade-off*, che sarà di seguito esposta, l'impresa deve scegliere la struttura finanziaria ottimale bilanciando i vantaggi dello scudo fiscale del debito con i costi del dissesto.

Nel secondo capitolo, dopo aver passato in rassegna i tratti salienti del quadro normativo italiano riformato dal nuovo Codice della crisi d'Impresa e dell'Insolvenza, l'analisi si concentrerà sul sistema degli indici d'allerta elaborati dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (di seguito CNDEC), in esecuzione della delega conferita dall'art. 13, co. 2 CCI. Gli indici in questione sono: il patrimonio netto negativo, il *debt service coverage ratio* e gli indici di settore. A questi si aggiungono gli

indici specifici previsti per le imprese costituite da meno di due anni, per le imprese in liquidazione, per le start-up innovative, per le cooperative e i consorzi.

Il terzo capitolo affronterà il tema della valutazione delle aziende in crisi finanziaria, illustrandone le criticità, le prospettive e le metodologie applicabili. In particolare, l'attenzione si focalizzerà sulla stima del valore delle attività, del debito e dell'equity.

Infine, il quarto capitolo proporrà un esempio applicativo per due degli indici del sistema d'allerta: il patrimonio netto negativo e il DSCR. A tal fine, sarà analizzata la Relazione finanziaria per il semestre chiuso al 31 dicembre 2019 del Gruppo A.S. Roma, approvata il 28 febbraio 2020.

CAPITOLO 1

LE IMPRESE IN CONDIZIONI DI DISSESTO

1.1 *balance sheet test ed equity test*

Il primo aspetto rilevante che è opportuno affrontare riguarda la distinzione fra “stato di crisi” ed “insolvenza”. Per quanto concerne lo “stato di insolvenza”, Bini ritiene adottabili in linea di principio le seguenti due definizioni, fondate su due diverse verifiche facenti rispettivamente riferimento ai valori o ai flussi di cassa¹:

- a) «ai sensi della prima verifica, nota nel mondo anglosassone con il termine *balance sheet test*, l'impresa è insolvente quando il valore di mercato del suo attivo nella prospettiva in funzionamento è inferiore al valore nominale delle passività.² La definizione di insolvenza in questo caso è riconducibile ad uno sbilancio fra valori in quanto presuppone un valore dell'equity negativo e quindi una situazione in cui il debito è definito nel gergo delle imprese in crisi *out of the money*³;
- b) ai sensi della seconda verifica, nota nel mondo anglosassone con il termine *equity test*, l'impresa è insolvente quando non è in grado di far fronte alle obbligazioni correnti (debiti giunti a scadenza) con le risorse finanziarie a disposizione. La definizione di insolvenza in questo caso è riconducibile ad uno sbilancio di flussi di cassa dovuto ad impegni finanziari correnti superiori alle risorse finanziarie disponibili».

Al di là dei casi in cui lo sbilancio dei flussi di cassa coincide con lo sbilancio fra valori, le due definizioni di insolvenza sono tra loro alternative, in quanto contribuiscono ad identificare come insolventi imprese diverse:

¹ BINI, M., 2019a. Le valutazioni nelle crisi e nelle situazioni di insolvenza delle imprese. La Valutazione delle Aziende, 1 (luglio), 33-35.

² E' questa la definizione adottata dal Bankruptcy Code negli USA La section 101 al paragrafo (32) riporta la seguente definizione di insolvenza: “The term “insolvent” means: (A) with reference to an entity other than a partnership and a municipality, financial condition such that the sum of such entity's debts is greater than all of such entity's property, at a fair valuation (...)”

³ Baruch La definizione di debito *out of the money* è un'espressione in uso nel gergo delle imprese in crisi. Tecnicamente quando il valore dell'attivo è inferiore al valore nominale del debito significa che la put (venduta) implicita nel risky debt è in the money.

imprese in crisi di liquidità, ma con un valore dell'attivo superiore al valore nominale del debito (tali imprese quindi superano il *balance sheet test*, ma non l'*equity test*) o viceversa imprese in grado di far fronte alle obbligazioni correnti, ma non agli impegni finanziari appena oltre il breve termine, proprio perché il valore dell'attivo è inferiore al valore del debito (tali imprese superano l'*equity test*, ma non il *balance sheet test*). In particolare la definizione di insolvenza che si fonda sul *balance sheet test* è più ampia della definizione di insolvenza basata sull'*equity test*, perché include i casi nei quali, pur non essendo ancora giunte a maturazione le obbligazioni, è già noto che l'impresa non sarà in grado di farvi fronte. In questo senso la definizione di insolvenza fondata sul *balance sheet test* consente di classificare come insolventi imprese che adottando l'*equity test* verrebbero considerate solo a rischio di insolvenza.

Anche con riguardo allo “stato di crisi”, per Bini, non esiste una definizione univoca. Ad ogni modo è opinione condivisa che il termine “crisi” debba riferirsi ad una condizione d'impresa precedente all'insolvenza, ovvero ad una fase di progressivo deterioramento delle *performance* che, se non interrotto mediante azioni correttive, può concretamente condurre l'impresa all'insolvenza. In questo senso lo stato di crisi identifica uno stato di insolvenza probabile. In particolare:

- a) «se si adotta la definizione di insolvenza basata sul *balance sheet test*, si definisce in crisi l'impresa che distrugge valore (ad esempio perché il modello di business è obsoleto e l'impresa registra un declino strutturale di *performance*) e pur disponendo ancora di un valore positivo dell'*equity* (ad esempio perché l'impresa era originariamente ben patrimonializzata), in assenza di interventi correttivi è destinata a registrare una contrazione del valore dell'attivo al di sotto del valore nominale del debito. La definizione di crisi si fonda in questo caso sulla riduzione progressiva del valore d'impresa che prospetticamente espone al rischio di insolvenza. Un'impresa che secondo questa definizione versa in stato di crisi necessita di una ristrutturazione operativa per interrompere il processo in atto di distruzione di valore;
- b) se si adotta la definizione di insolvenza basata sull'*equity test*, si definisce in crisi l'impresa che, in assenza di interventi correttivi o di rinegoziazione dei suoi debiti, non è in grado di far fronte alle obbligazioni che matureranno oltre il breve termine, né con risorse proprie né con l'erogazione di finanziamenti. La definizione di crisi si fonda in questo caso su una dinamica sfavorevole dei flussi di cassa che prospetticamente espone al rischio di insolvenza. Un'impresa che secondo questa definizione versa in stato di crisi necessita di una ristrutturazione del debito, per evitare di dover dichiarare la propria incapacità di far fronte alle obbligazioni di futura maturazione».⁴

Anche le due diverse definizioni di “stato di crisi” possono concorrere ad identificare le medesime imprese, dal momento che imprese con esigenze di ristrutturazione operativa in linea di massima necessitano anche di una ristrutturazione del debito, di aumenti di capitale, ecc. Tuttavia, ci possono essere casi in cui le imprese

⁴ BINI, M., 2019a. Le valutazioni nelle crisi e nelle situazioni di insolvenza delle imprese. La Valutazione delle Aziende, 1 (luglio), 33-35.

non sono in grado di far fronte alle proprie obbligazioni a medio termine, pur in presenza di un valore dell'attivo prospetticamente superiore al valore del debito in scadenza, semplicemente per ragioni legate all'illiquidità dei mercati finanziari o viceversa casi nei quali il valore dell'attivo rischia di scendere al di sotto del valore del debito, ma l'impresa è in grado di raccogliere nuovi fondi sulla base di una ristrutturazione operativa condivisa dai finanziatori.

Accanto alle due categorie di imprese sopra descritte (impresa in crisi ed impresa insolvente) è opportuno introdurre anche la fattispecie dell'impresa "in procedura", intendendo con questo termine le imprese che dopo essere state (o essersi) dichiarate (anche solo prospetticamente) insolventi hanno optato per soluzioni assistite della crisi/insolvenza.

Questa premessa è utile per comprendere sia come si collocano le definizioni di crisi e di insolvenza adottate dal CCI sia le differenze fra la valutazione di un'impresa in crisi e la valutazione di un'impresa in condizioni ordinarie, da un lato, e fra la valutazione di un'impresa in crisi ed un'impresa insolvente, dall'altro.

1.2 la natura e l'origine dello stato di difficoltà

La corretta individuazione della situazione di crisi, delle sue cause e del livello di gravità consente di prevenire possibili ulteriori sviluppi negativi e aumenta la possibilità che lo stato di difficoltà sia adeguatamente affrontato e contrastato.

Come ampiamente noto e discusso nella letteratura, le cause a cui si riconduce lo stato di difficoltà si distinguono in relazione alla natura e all'origine.⁵

Per quanto attiene alla natura, Bini classifica le cause della crisi in:

- a) «cause idiosincratich e riferibili a circostanze ed eventi propri della singola impresa, quali ad esempio errori gestionali, frodi, scadenza di brevetti, calamità naturali, perdita di risorse chiave, ecc.;
- b) cause strutturali comuni a tutte le imprese del settore o a talune categorie di imprese operanti nel medesimo settore, quali ad esempio flessioni della domanda, incremento dell'offerta, discontinuità tecnologiche, concorrenza di produttori a basso costo di manodopera, diseconomie di scala, obsolescenza di taluni modelli di business tradizionali, concorrenza di prodotti sostituti, discontinuità regolamentari, ecc. »

Quando si verifica una crisi sistemica, l'ampio ventaglio di alternative, società comparabili o beni sostituti, a disposizione dei potenziali acquirenti o investitori finisce per ampliare gli sconti tra valore di liquidazione e valore di mercato. Inoltre il sostegno ad imprese in crisi o insolventi da parte degli intermediari finanziari, qualunque forma assuma, può costituire una barriera all'uscita che non consente di riequilibrare l'offerta alla

⁵ Sui caratteri, le cause, la dinamica e le vie di superamento delle crisi aziendali, la letteratura è molto vasta e di diversa origine (per una sintesi si rinvia a Altman et al. 2019). Damodaran (2009, table 2), tra gli altri, schematizza il tema del declino economico (classificandolo in "reversibile" e "irreversibile") e del distress finanziario ("limitato" o "elevato") in una matrice che consente di qualificare alcune situazioni tipiche, utili ai fini operativi (anche se permane il tema chiave del giudizio in merito alla reversibilità o meno del declino operativo, non facile da valutare e condividere).

domanda, con conseguenze economiche sfavorevoli per tutte le imprese del settore. Infine, non mancano casi in cui le due tipologie di causa, idiosincratice o di settore, si sovrappongono per via del fatto che in settori strutturalmente in declino le prime imprese a soffrire sono le imprese più deboli sotto il profilo manageriale o finanziario e più esposte alla flessione della domanda, ad esempio perché hanno realizzato investimenti sproporzionati all'effettiva domanda o viceversa non hanno investito per riqualificare la propria offerta.⁶

Per quanto attiene all'origine, la crisi aziendale può essere indagata secondo due dimensioni, tra loro collegate: la crisi economica e la crisi finanziaria⁷.

Da un lato, la crisi economica è qualificata dal declino delle performance reddituali dell'impresa, a seguito di:

- sovraccapacità produttiva, che può trovare soluzione solo attraverso azioni industriali volte alla riduzione della stessa ovvero all'incremento dei volumi attraverso l'acquisizione di nuove quote di mercato;
- problemi strategici, quali aumento dei costi dei fattori produttivi non traslabile sui prezzi e/o debolezze competitive
- inefficienza tecnica e organizzativa, che necessita di una ristrutturazione di processo volta a ristabilire una produttività adeguata dei fattori produttivi;
- decadimento dei prodotti nelle fasi terminali del loro ciclo di vita, il cui superamento può avere luogo solo attraverso azioni radicali sul modello di business;
- carenza di pianificazione, che spesso si sostanzia nel sostenimento di investimenti eccessivi rispetto alle risorse finanziarie dell'impresa o in azioni confliggenti con le logiche di creazione del valore che caratterizzano l'impresa (*value proposition*).

Dall'altro la crisi finanziaria (*financial distress*) è riconducibile ad:

- un impiego eccessivo dell'indebitamento finanziario rispetto ai mezzi propri
- un'impropria copertura dei fabbisogni finanziari derivanti da immobilizzazioni con risorse finanziarie a breve termine
- un decadimento della qualità dei crediti commerciali
- un peggioramento del *mismatching* tra tempi di incasso dei crediti e pagamento dei debiti.

Le tensioni finanziarie possono presentare diversi livelli di gravità, che implicano differenziati approcci e modalità di intervento. In modo schematico, Buttignon distingue tra:

⁶ BINI, M., 2019a. Le valutazioni nelle crisi e nelle situazioni di insolvenza delle imprese. La Valutazione delle Aziende, 1 (luglio), 37-38.

⁷ Si veda: "Linee guida per la valutazione di aziende in crisi" CNDCEC - SIDREA, disponibile su:

<https://www.commercialisti.it/documents/20182/323701/Linee+guida+valutazioni+aziende+in+crisi.pdf>

- a) «una condizione di limitata criticità in cui l'impresa non manifesti problemi di servizio del debito (pagamento di interessi e rimborsi) a breve termine, ma il livello del debito (rispetto alle performance operative e di capitalizzazione) ecceda i limiti fissati dagli accordi di finanziamento in essere (*covenant breach*). In questo caso, si porrà un tema di rinegoziazione di tali limiti e di interventi operativi e finanziari finalizzati a ridurre il debito e/o incrementare le performance operative (cui si aggiungono eventuali azioni di cessione degli asset e/o di ricapitalizzazione)
- b) una situazione ove, rispetto alla precedente, si associno problemi nel soddisfare il servizio del debito a breve termine, ma le prospettive a medio-lungo termine siano ancora positive. In questo caso, oltre agli interventi di cui sopra, si renderà necessario rinegoziare scadenza e struttura del debito.
- c) uno stato nel quale l'impresa non appaia in grado di soddisfare i flussi di cassa richiesti dal debito in essere senza interventi straordinari sull'assetto strategico-operativo e/o finanziario»⁸.

Per le imprese in crisi economico-finanziaria diventa dunque necessario valutare la convenienza della continuità aziendale rispetto alla liquidazione, scegliere tra piani alternativi di ristrutturazione che implicino o meno il cambio di controllo, negoziare e condividere il piano di ristrutturazione tra i diversi attori coinvolti: management, amministratori, azionisti e creditori.

1.3 i costi diretti del dissesto

Il termine dissesto identifica una situazione piuttosto generale in cui l'impresa ha difficoltà a mantenere fede alle promesse fatte ai creditori. Il dissesto può talvolta portare al fallimento. Altre volte, invece, indica solo che la società sta vivendo una situazione molto rischiosa. Ad ogni modo, il dissesto finanziario comporta per la società costi aggiuntivi.

I costi associati al dissesto, i quali dipendono dalla sua probabilità di verificarsi e dall'ammontare dei costi che andranno affrontati nel caso in cui si verifichi, possono avere natura diretta o indiretta.

I costi diretti del dissesto finanziario sono gli oneri sostenuti a seguito dell'apertura di una procedura concorsuale. Tali costi includono le spese legali e amministrative, nonché gli interessi sui pagamenti ritardati.

I costi del fallimento non sono di facile quantificazione e possono, senza dubbio, raggiungere cifre ragguardevoli. La Enron Corporation, una delle più grandi multinazionali statunitensi operante nel campo dell'energia, spese 1 miliardo di dollari per coprire i costi delle consulenze legate al suo fallimento; mentre i costi per vagliare le 65.000 richieste di rivalsa sulle attività di Lehman Brothers arrivarono alla cifra record di 1.5 miliardi di dollari⁹.

⁸ BUTTIGNON, F., 2019a. La valutazione delle imprese in crisi finanziaria. *La Valutazione delle Aziende*, 2 (dicembre), 37-38.

⁹ Brealey R.A., Myers S.C., Allen F., Sandri S., *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, 2015, 488-494

Quello che occorre valutare è però la quota del valore delle attività dell'impresa che tali cifre rappresentano. Warner, in uno studio ampiamente citato sui fallimenti delle imprese ferroviarie, ha stimato i costi legali e amministrativi di 11 imprese ferroviarie, fissandoli in media al 5,3% del valore delle attività al momento del fallimento¹⁰. Lawrence Weiss, che ha esaminato 31 società quotate sulla Borsa di New York (NYSE- New York Stock Exchange) e fallite tra il 1980 e il 1986, ha invece rilevato costi medi del 3% circa dell'attivo contabile e del 20% del valore di mercato dell'equity dell'anno precedente il fallimento¹¹. Uno studio di Edward Altman ha scoperto che i costi erano simili per le imprese commerciali, ma più alti per le imprese industriali¹². Inoltre, il fallimento erode una frazione dell'attivo maggiore nelle piccole imprese piuttosto che in quelle grandi. Per esempio, uno studio di Franks e Sussman sui piccoli fallimenti nel Regno Unito ha trovato che i compensi per le consulenze professionali consumavano cifre comprese fra il 20% e il 40% dei corrispettivi ottenuti dalla liquidazione delle imprese¹³.

In Italia, le procedure di risoluzione delle crisi aziendali sono estremamente costose. Per quanto riguarda le evidenze empiriche, uno studio di Barontini¹⁴, condotto sulla globalità dei fallimenti delle imprese italiane avvenuti nel periodo 1981-1995 e riportati nelle statistiche ISTAT, ha quantificato l'ammontare dei costi diretti, ovvero il valore complessivo degli oneri procedurali e dei compensi corrisposti ai consulenti professionali. L'incidenza di tali costi è risultata pari in media a circa il 19% dell'attivo liquidato e a circa il 4% del passivo ammesso alla procedura fallimentare. Dalla ricerca è inoltre emersa la conferma di significative economie di scala nei costi diretti del fallimento, per cui la loro incidenza percentuale tende significativamente a diminuire al crescere della dimensione dell'impresa posta in liquidazione.

Tali oneri, quindi, sono particolarmente rilevanti per l'economia italiana, dal momento che quest'ultima è caratterizzata da un elevato tasso di natalità e mortalità delle imprese, che hanno perciò alte probabilità di essere coinvolte in procedure concorsuali, nonché da una prevalenza di piccole imprese.

Inoltre, nel determinare i costi del fallimento, rilevano i tempi di esecuzione delle procedure e le percentuali di recupero dei crediti. Barontini stima in 6 anni la durata delle procedure concorsuali, in 4 anni nel caso di concordato preventivo e in 10 anni la liquidazione nelle amministrazioni straordinarie. Dati più recenti evidenziano una realtà comparabile. Secondo il rapporto della Banca Mondiale "Doing Business 2013", la durata media di una controversia di natura commerciale in Italia è pari a 1210 giorni, la media dei Paesi OCSE

¹⁰ Si veda J.N. Warner, 1977, "Bankruptcy Costs: Some Evidence", *Journal of Finance*, n.26, 337-348, 1977.

¹¹ Weiss L.A., "Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims" in *Journal of Financial Economics*, n.27, pp.285-314, 1990;

¹² Altman E.I., "A Further Investigation of Bankruptcy Cost Question", in *Journal of Finance*, n.39, pp. 1067-1089, 1984.

¹³ Franks J. e Sussman O., "Financial Distress and Bank Restructuring of Small to Medium Size UK Companies", in *Review of Finance*, n.9, pp. 65-96, 2005. Karin Thornburg ha comunque trovato che il sistema che regola il fallimento in Svezia è ragionevolmente efficiente per le imprese più piccole: "Bankruptcy Auctions: Costs, Debt Recovery and Firm Survival", in *Journal of Financial Economics*, n. 58, pp. 337-368, 2000.

¹⁴ Barontini R., "Costi del fallimento e gestione della crisi nelle procedure concorsuali", in Caprio L., (a cura di), "Gli strumenti per la gestione delle crisi finanziarie in Italia: un'analisi economica", in *Studi e ricerche del Mediocredito Lombardo*, Milano 1997, pp. 81-210

è invece 510. Fra i 185 Paesi studiati dalla Banca Mondiale, l'Italia si colloca al 160° posto. La Germania è al 50° posto, gli Stati Uniti al 6° e il Regno Unito al 21°.¹⁵

Per dovere di completezza, è opportuno tenere presente che esiste una serie di norme tributarie dettate con riferimento alle procedure concorsuali. In particolare, per le imposte dirette la materia è disciplinata dal d.p.r. 22 dicembre 1986, n. 917. Il curatore fallimentare è tenuto, in mancanza dell'esercizio dell'impresa, solo alla dichiarazione iniziale, per individuare il reddito prodotto tra la data cui si riferisce l'ultima dichiarazione presentata dall'imprenditore e la data di apertura della procedura, ed alla dichiarazione finale. Ai fini della determinazione del reddito prodotto nel corso dell'intera procedura, viene adottato un criterio derogatorio dei principi generali: il reddito di impresa viene calcolato in base alla differenza tra il valore dei cespiti residui alla chiusura della procedura e l'ammontare del patrimonio netto iniziale¹⁶.

1.4 i costi indiretti del dissesto

Se l'impresa in condizioni normali è in grado di generare valore oltre che per sé anche per gli *stakeholders*, quando entra in crisi perde questa capacità. I costi indiretti del dissesto¹⁷ sono quindi riconducibili alla percezione negativa che i diversi *stakeholders* dell'impresa hanno quando essa aumenta il suo *leverage*, specificatamente:

- a) le condizioni di finanziamento con capitale di terzi diventano più onerose, visto che i creditori richiedono tassi di interesse maggiori. Talvolta sono gli stessi potenziali finanziatori a rifiutare di fornire capitale, ritenendo di non poter sopportare un rischio troppo elevato, cosicché l'azienda è costretta a rinunciare a nuove opportunità di investimento;
- b) l'impresa deve pagare salari e stipendi più elevati ai suoi collaboratori per incentivarli a non abbandonarla;
- c) i prezzi a termine pattuiti per l'acquisizione di beni e servizi crescono perché i fornitori temono di non venire pagati dall'impresa in crisi;
- d) i clienti evitano di comprare beni e servizi dell'impresa in difficoltà o pretendono riduzioni di prezzo perché essa potrebbe non garantire la fornitura a termine o la sua regolarità o i necessari servizi post-vendita.

Come è possibile notare, tali costi, riconducibili alla perdita di risorse chiave, di relazioni chiave e/o di opportunità operative, possono avere la natura di maggiori uscite oppure di minori entrate.

¹⁵ D'Urso L., Un'agenda di politica economica per la giustizia civile, noisefromamerika.org, 14 gennaio 2013.

¹⁶ Buonocore V., Sandulli M., Manuale di Diritto Commerciale, G. Giappichelli Editore, 2017, 1173-1175

¹⁷ Domenichelli O., Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese, G. Giappichelli Editore, 2013, 71-74.

Nella pratica la stima di tali costi è estremamente complicata. L'approccio più seguito per la stima dei costi del dissesto è quello seguito nell'articolo di Andrade e Kaplan (1998),¹⁸ in cui gli Autori analizzano un campione di 30 transazioni effettuate con un eccezionalmente alto livello di leva finanziaria da imprese poi fallite nell'intervallo 1987-1992. Secondo questo studio, il costo totale del dissesto e del fallimento si aggira tra il 10% e il 20% del valore dell'impresa. Tuttavia, secondo il parere di Massimiliano Barbi¹⁹, questa percentuale è verosimilmente distorta a causa di un problema di selezione del campione. È probabile, infatti, che le transazioni a così alto livello di indebitamento siano state effettuate su imprese che registravano i più bassi costi del dissesto. Se ciò è vero l'intervallo 10-20% è troppo basso. Un successivo studio di Davydenko (2012)²⁰ utilizza un nuovo approccio e studia un campione di 175 imprese fallite tra il 1997 e il 2010, non necessariamente acquistate con un elevato rapporto di indebitamento. L'idea è che il fallimento, seppur parzialmente anticipato nei prezzi di mercato, contenga un elemento di sorpresa per gli investitori. Se q è la probabilità di fallimento, allora il valore di mercato dell'impresa sarà dato da $M = (1 - q)V + qL$, in cui V è il valore dell'attivo in assenza di fallimento e L è il valore di recupero dell'attivo se l'impresa fallisce. Il costo del fallimento è dato da $c = V - L$, cioè la decurtazione del valore dell'impresa se essa fallisce. Algebricamente otteniamo che $M - L = c(1 - q)$, e la differenza tra M e L rappresenta il "salto" nel valore totale dell'impresa nell'intervallo di tempo prima e dopo il fallimento. La stima della probabilità di fallimento q conduce a quantificare direttamente il costo del fallimento c . I risultati di Davydenko portano a misurare i costi del fallimento in media al 22% del valore dell'impresa, un livello ben più alto di quello precedentemente stimato. Questo in un contesto anglosassone, in cui il fallimento presenta senz'altro meno problemi rispetto a quanto non accada in Italia, dove il 22% di Davydenko è solamente da intendersi, sempre secondo Barbi, come un limite inferiore.

1.4.1 il conflitto di interessi tra azionista ed obbligazionista

L'analisi di come la presenza di asimmetria informativa influenza il comportamento economico, conducendo a problemi di selezione avversa e azzardo morale, è chiamata, nella letteratura finanziaria, teoria dell'agenzia e verrà applicata in questo paragrafo per illustrare il conflitto di interessi tra azionisti e obbligazionisti.

La radice del conflitto di interessi fra azionisti e obbligazionisti sta nella diversa natura dei diritti sui flussi di cassa spettanti ai due gruppi. Gli uni e gli altri apprestano, rispettivamente, capitale di rischio e capitale di credito. Le azioni sono titoli rappresentativi della partecipazione al capitale sociale, le obbligazioni invece sono titoli che rappresentano un debito della società nei confronti dell'investitore. Mentre sottoscrivendo l'azione l'investitore acquista, anzitutto, lo status di socio e confida nella remunerazione dell'investimento

¹⁸ Andrade G. e Kaplan S.N., "How Costly Is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions That Became Distressed", in *Journal of Finance*, n. 53, pp. 1443-1493, 1998.

¹⁹ Brealey R.A., Myers S.C., Allen F., Sandri S., *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, 2015, 493.

²⁰ Davydenko S.A., Strebulaev I.A. e Zhao X., "A Market-Based Study of the Cost of Default", in *Review of Financial Studies*, n.25, pp. 2959-2999, 2012.

(l'utile eventualmente distribuito), esponendosi non solo all'alea di non conseguirla ma, altresì, alla perdita completa del proprio investimento; l'investitore che sottoscrive obbligazioni effettua un prestito alla società, di cui esige la restituzione con gli interessi (cedola) a tasso fisso o variabile. Gli obbligazionisti hanno diritto alla restituzione del prestito, maggiorato della remunerazione, alle scadenze pattuite e con precedenza assoluta rispetto ad ogni gruppo di soci. Se la società è in perdita, mentre l'utile non può essere distribuito, non può omettersi il pagamento degli interessi agli obbligazionisti, quali creditori sociali. Tuttavia, se la società è insolvente anche gli obbligazionisti, come tutti gli altri creditori sociali, sono esposti al rischio di non conseguire il rendimento e la restituzione del prestito. Di conseguenza, nella scelta dei progetti di investimento, gli obbligazionisti valutano il rischio in modo molto più negativo rispetto agli azionisti, dal momento che essi ricevono somme fisse anche se l'investimento si rivela un grande successo, mentre possono sopportare una porzione significativa dei costi nel caso in cui si dimostri un flop.

Quando il capitale netto della società è limitato, aumenta il fenomeno dell'azzardo morale, poiché la società ha, come si dice in gergo finanziario, meno "*skin in the game*" e dunque è più probabile che effettui investimenti particolarmente rischiosi. Di contro, un capitale netto elevato attenua il problema dell'azzardo morale perché rende il contratto di debito *incentive-compatible*, cioè mette sullo stesso piano gli incentivi del debitore e quelli del creditore.

Pertanto, finché l'impresa funziona correttamente, gli azionisti e gli obbligazionisti hanno un interesse convergente rappresentato dalla massimizzazione del valore globale di mercato dell'impresa. Tuttavia, in situazioni di dissesto finanziario, azionisti e obbligazionisti si prefiggono obiettivi diversi e alcune decisioni possono spostare la ricchezza da un gruppo (di solito gli obbligazionisti) all'altro (di solito gli azionisti). Una funzione obiettivo incentrata sulla massimizzazione del patrimonio degli azionisti può indurre questi ultimi a prendere decisioni che danneggiano l'impresa nel suo complesso, ma che aumentano il loro patrimonio a spese degli obbligazionisti. È opportuno esemplificare i citati conflitti, per chiarirne l'impatto economico.

Jensen e Meckling (1976) hanno studiato l'impatto dell'asimmetria informativa esistente tra creditori e azionisti sulle decisioni di sovra-investimento o *over-investment*. Infatti, quando la probabilità di fallimento è consistente o certa, gli azionisti non hanno nulla da perdere nell'intraprendere un investimento rischioso che se andrà a buon fine genererà valore a loro beneficio, mentre se avrà esito avverso inciderà sul solo patrimonio dei creditori. Per chiarire quanto affermato, si può pensare ad una società che abbia contratto un prestito di €500.000 che scadrà tra un anno. Se l'impresa non modifica la propria strategia, il valore presunto degli investimenti aziendali tra un anno sarà pari a €450.000; quindi l'impresa fallirà e perciò, ai creditori verrà rimborsata una parte del prestito, mentre gli azionisti non riceveranno nulla. Tuttavia, i dirigenti potrebbero comportarsi in modo spregiudicato, utilizzando le risorse disponibili per attuare una strategia più rischiosa, il cui esito ipotizzato tra un anno sia duplice: aumento del valore degli investimenti aziendali a €800.000 o riduzione degli stessi a €200.000. Si comprende che in attuazione della nuova strategia gli azionisti potrebbero

arricchirsi di €300.000 (€800.000 - €500.000), a fronte di un pieno rimborso del prestito. Poiché gli azionisti ricevono solo vantaggi dalla realizzazione della strategia rischiosa, che dà loro la possibilità di incassare qualcosa rispetto alla certezza di non incassare nulla, è molto probabile che i dirigenti la attuino danneggiando i creditori: essi, infatti, nella migliore delle ipotesi otterranno il rimborso dell'intero loro prestito (€500.000), ma nella peggiore incasseranno solo €200.000 subendo un danno consistente. Il gioco evidenzia il seguente concetto generale. Gli azionisti di imprese che usano il debito guadagnano quando aumenta il rischio operativo. I financial manager che agiscono rigorosamente nell'interesse dei loro azionisti (e contro gli interessi dei creditori) preferiranno progetti rischiosi rispetto a quelli sicuri e possono addirittura intraprendere progetti con VAN negativo. Chiaramente una strategia di questo tipo rappresenta per l'impresa un'ulteriore componente di costo indiretto associata al dissesto, perché la tentazione a giocare è più forte quando le probabilità di insolvenza sono più alte.

Gli obbligazionisti, inoltre, possono essere danneggiati da un aumento del *leverage*, soprattutto se di entità tale da interessare il rischio d'inadempienza dell'azienda e se le obbligazioni non sono garantite. Questo effetto si verifica spesso nel caso dei *leveraged buyout* (LBO), operazioni di acquisizioni finanziate tramite debito, caratterizzate da un notevole incremento dell'indice di indebitamento e dal conseguente calo del *rating* delle obbligazioni. In tal caso il prezzo delle obbligazioni tende a diminuire, riflettendo il maggior rischio d'inadempienza.

La politica dei dividendi rappresenta un'altra fonte di conflitti di interesse tra azionisti e obbligazionisti. Aumenti dei dividendi, in media, sono seguiti da un rialzo del prezzo dell'azione, mentre tagli dei dividendi sono seguiti da una diminuzione del prezzo dell'azione. I prezzi delle obbligazioni, invece, reagiscono in modo negativo agli aumenti dei dividendi e in modo positivo ai tagli. Il motivo risiede nel fatto che i dividendi riducono le disponibilità liquide disponibili per l'impresa, rendendo il debito più rischioso.

Anche il sottoinvestimento o *under-investment* (Myers, 1977, pp.148-149) origina dalla situazione asimmetrica esistente tra creditori e azionisti. Si consideri di nuovo la medesima società, con il medesimo prestito di €500.000 che scadrà tra un anno. Anche in questo caso, in assenza di un cambio di strategia, il valore presunto degli investimenti aziendali tra un anno sarà pari a €450.000 e perciò potrà essere restituito ai creditori solo tale valore, mentre gli azionisti non riceveranno nulla. Si ipotizzi però questa volta, la possibilità per gli azionisti di sottoscrivere nuove azioni per finanziare un nuovo progetto, il cui esborso iniziale sia €500.000 e dal quale sia possibile ottenere un flusso di recupero tra un anno di €550.000. Il progetto può essere convenientemente finanziato dagli azionisti (il progetto ha un VAN positivo), i quali però non accettano di intraprendere il nuovo progetto in quanto il flusso che verrebbe recuperato, al netto dell'investimento iniziale di €500.000, dovrebbe essere condiviso con gli obbligazionisti. In termini generali, poiché il valore di una qualsiasi opportunità di investimento per gli azionisti dell'impresa è minore, in quanto i benefici del progetto

devono essere condivisi con gli obbligazionisti; ne consegue che l'egoismo degli azionisti impedisce la piena restituzione del capitale versato dai creditori. Così, fornire nuova equity potrebbe non essere nell'interesse degli azionisti, anche se questo significherebbe rinunciare a opportunità di investimento con VAN positivo. In teoria, questo problema riguarda tutte le aziende che usano il debito, ma è più grave quando esse si trovano in un periodo di dissesto. Maggiore è la probabilità di insolvenza, maggiore è il guadagno che gli obbligazionisti ricavano da investimenti che aumentano il valore dell'impresa.

Per quanto riguarda le altre strategie che gli azionisti possono mettere in atto per soddisfare i loro interessi a svantaggio dei creditori, si tratta di:

1. *Prendi i soldi e scappa.* Gli azionisti possono essere riluttanti a investire in un'impresa finanziariamente dissestata, ma sono ben contenti di ottenere un rendimento sotto forma di dividendo. Dunque, quando l'impresa versa in condizioni di dissesto, l'azionista può essere incentivato a distrarre l'attivo a beneficio personale, ad esempio liquidando attività fisse per beneficiare di distribuzioni di utili straordinarie.
2. *Guadagna tempo.* Quando un'impresa è in dissesto, i creditori vorrebbero costringerla a liquidare le sue attività, mentre gli azionisti vorrebbero ritardare questa operazione il più a lungo possibile, anche se l'impresa continua a distruggere valore. Per raggiungere tale scopo, vi sono molti modi indiretti. Per esempio, tramite manipolazioni contabili volte a celare la reale gravità dei problemi o attraverso un'attività di informazione inadeguata.
3. *Bait and switch.* All'inizio l'impresa attua una politica prudente, emettendo una quantità limitata di titoli di debito relativamente sicuri, tuttavia, in un secondo momento modifica in modo significativo il suo grado di indebitamento. Questa strategia fa sì che tutto il debito emesso dall'impresa sia rischioso, imponendo una perdita in conto capitale agli obbligazionisti iniziali. La loro perdita costituisce il guadagno degli azionisti.

1.6 la Trade-Off Theory

Il vantaggio principale del debito rispetto al capitale netto è il beneficio fiscale che esso conferisce all'impresa emittente: gli interessi pagati sul debito sono fiscalmente deducibili, a differenza dei flussi di cassa sul capitale netto.

Nell'ordinamento italiano gli interessi passivi sono deducibili entro il 30% del reddito operativo²¹. Superata tale percentuale, ogni euro di debito in più non genera più beneficio fiscale.

È possibile illustrare i benefici fiscali del debito in due modi:

²¹ Art. 96 TUIR (Testo Unico delle Imposte sui Redditi)

- Nel primo approccio, i benefici fiscali in termini assoluti creati dagli interessi passivi in un dato periodo si calcolano moltiplicando gli interessi passivi per l'aliquota d'imposta marginale dell'impresa. Consideriamo un'impresa che, per finanziare le sue operazioni, prende in prestito la somma D ad un tasso di interesse r_d e supponiamo che sia soggetta ad un'aliquota d'imposta marginale sull'utile pari a t . Il beneficio fiscale annuo connesso alla deducibilità degli interessi può essere così calcolato:

$$\text{Spesa per interessi annuale relativa al debito} = r_d * D$$

$$\text{Beneficio fiscale annuo connesso al pagamento degli interessi} = t * r_d * D$$

- Nel secondo approccio, si calcola il valore attuale dei benefici connessi al pagamento degli interessi nel corso del tempo. Il valore attuale dei benefici fiscali annui può essere calcolato assumendo quanto segue: 1) il debito è perpetuo, il che implica che il beneficio fiscale costituisca una rendita perpetua; 2) il tasso di attualizzazione per tale flusso di cassa è rappresentato dal tasso di interesse sul debito, poiché quest'ultimo riflette la rischiosità del debito; 3) l'aliquota d'imposta attesa per l'impresa rimane costante nel tempo e l'impresa ha e continuerà ad avere redditi positivi su cui pagare le imposte. Sotto queste condizioni, il valore attuale dei benefici fiscali annui può essere così calcolato:

$$VA_{BF} = \frac{t * r_d * D}{r_d} = t * D$$

In presenza di benefici fiscali del debito e di costi del dissesto finanziario, la formula del valore totale dell'impresa indebitata è riconducibile alla seguente espressione:

$$V_L = V_U + VA_{BF} - VA_{CD}$$

Ovvero, il valore dell'impresa indebitata (V_L) è pari al valore dell'impresa non indebitata (V_U), più il valore attuale dei risparmi fiscali del debito (VA_{BF}), meno il valore attuale dei costi diretti e indiretti del dissesto (VA_{CD}).

La teoria del *trade-off* della struttura finanziaria prevede che vi sia un livello di indebitamento ottimale, al di là del quale l'aumento ulteriore del rapporto di leva finanziaria distrugge valore. L'impresa cerca, infatti, di bilanciare i benefici fiscali legati all'utilizzo del debito e i costi del dissesto a cui l'impresa è tanto più sottoposta quanto più cresce il livello di indebitamento; maggiore è il ricorso al debito, meno solido è l'equilibrio patrimoniale dell'impresa e, quindi, più alto è il rischio di fallimento.

Dunque, nel determinare il grado di indebitamento, un'impresa deve considerare sia il vantaggio fiscale del debito sia la necessità di minimizzare i costi del dissesto, dal momento che essi riducono il valore dell'impresa di una somma pari al valore attuale dei costi del fallimento moltiplicato la probabilità che lo stesso si verifichi. L'impresa ricorre a quote addizionali di debito fino a che il beneficio fiscale marginale eguaglia il costo marginale dovuto all'incremento della probabilità di *default* per via del maggiore indebitamento. In altri termini, la riduzione del debito diminuisce il rischio di fallimento e i costi del dissesto, ma allo stesso tempo

attenua i benefici fiscali. Inoltre, la teoria del *trade-off* riconosce che i rapporti di indebitamento ottimali possono variare da impresa a impresa. I parametri considerati sono: la profittabilità, la dimensione dell'impresa, l'anzianità e il tasso di crescita, la natura dell'attività, il livello delle tasse e, infine, l'esistenza di vincoli finanziari.²²

Per quanto concerne la profittabilità, le imprese con maggiore capacità reddituale hanno minori rischi di fallimento e, quindi, essendo minori i costi attesi di dissesto, esse possono ricorrere maggiormente al debito.

La dimensione dell'azienda è tipicamente misurata dal valore dell'attivo e dai ricavi. Dal momento che le imprese grandi presentano performance meno volatili e minori costi di dissesto, la teoria del *trade-off* prevede che le imprese maggiori facciano un più intenso ricorso alla leva finanziaria. Allo stesso tempo, le imprese giovani e quelle a elevata crescita devono usare meno debito perché per loro i costi del dissesto sono più alti.

La natura dell'attivo influenza la capacità di debito dell'impresa. Le società con attività intangibili e rischiose dovrebbero fare affidamento principalmente sull'*equity*; di contro, le società con attività tangibili e sicure, che possono essere utilizzate come garanzia collaterale dei prestiti, dovrebbero tendere verso alti rapporti di indebitamento.

La presenza di aliquote marginali più alte eleva il beneficio fiscale del debito. Esiste così una relazione positiva tra questa variabile e il grado di *leverage*, che non si applica a quelle forme di indebitamento che non beneficiano della deducibilità fiscale.

L'esatto contrario si verifica quando all'impresa si assegnano bassi livelli di rating, a cui corrispondono elevate probabilità di *default*; in questo caso, la maggiore volatilità dei flussi di cassa e la conseguente difficoltà a servire il debito devono spingere l'impresa a contenere la leva finanziaria. L'aleatorietà delle performance economiche e finanziarie attenua, inoltre, la probabilità che il beneficio fiscale sia pienamente utilizzato.

CAPITOLO 2

IL CODICE DELLA CRISI D'IMPRESA E DELL'INSOLVENZA

2.1 il quadro normativo

Il d.lgs. 12 gennaio 2019, n.14, in attuazione della legge-delega 19 ottobre 2017. n. 155, ha significativamente innovato la disciplina della crisi e dell'insolvenza, realizzando un complesso disegno di riforme che mira a concretizzare la tendenza che considera le procedure concorsuali non più in termini meramente liquidatori o sanzionatori, ma piuttosto indirizzate alla conservazione del valore dell'impresa. Non si tratta, pertanto, solo

²² Birindelli G., Modena M., Imprese, Banche e Finanza. Le evidenze di un'analisi territoriale alla luce della crisi finanziaria, Franco Angeli Editore, 2010, 30-32

di una rivisitazione della legge fallimentare, come risultante dai processi di riforma che sin dal 2005 hanno interessato la disciplina in oggetto, ma è evidente che il legislatore ha inteso perseguire l'obiettivo più ambizioso di allinearsi alla legislazione dell'Unione Europea. La stessa scelta lessicale di sostituire il termine "fallimento" con l'espressione più asettica "liquidazione giudiziale" testimonia la volontà di abbandonare la connotazione negativa e di discredito, per promuovere una cultura del risanamento anziché dell'eliminazione delle imprese dal mercato.

Inoltre il CCI compendia in un unico Codice la disciplina di tutte le situazioni di indebitamento e di crisi, a prescindere dalla natura giuridica dei soggetti che si trovano in tali situazioni. Infatti, con riferimento all'ambito di applicazione, l'art. 1, comma 1, precisa che il Codice della crisi e dell'insolvenza *disciplina le situazioni di crisi o insolvenza del debitore, sia esso consumatore o professionista, ovvero imprenditore che eserciti, anche non a fini di lucro, un'attività commerciale, artigiana o agricola, operando quale persona fisica, persona giuridica o altro ente collettivo, gruppo di imprese o società pubblica, con esclusione dello Stato e degli enti pubblici.*

Il presente capitolo non tratterà l'intera materia del Codice; verrà invece sviluppato l'esame delle innovazioni rilevanti in tema di allerta e di composizione assistita della crisi. La diversa filosofia del Codice è, infatti, orientata a prevenire le situazioni di crisi, anticiparne l'emersione e consentire un più tempestivo intervento per fronteggiarle. È noto che l'introduzione delle predette procedure risponde all'esigenza, fatta propria dalla Raccomandazione dell'Unione n. 2014/135/UE, di *"consentire alle imprese in difficoltà finanziaria di ristrutturarsi in una fase precoce, per evitare l'insolvenza e proseguire l'attività"*. Al fine di realizzare tale obiettivo, bisogna considerare che le possibilità di salvaguardare i valori di un'impresa in difficoltà sono direttamente proporzionali alla tempestività dell'intervento risanatore e che, viceversa, il ritardo nel percepire gli indizi di una crisi fa sì che, nella maggior parte dei casi, questa degeneri in vera e propria insolvenza sino a diventare irreversibile. In Italia, dove negli anni si è registrato un ritardo in tema di procedure anticipatrici della crisi, l'intervento riformatore sul tema è giustificato dalla necessità di offrire servizi di sostegno e consulenza in particolare alle PMI.

2.2 le definizioni di crisi e di insolvenza ex art. 2 CCI

L'art. 2, comma 1, stabilisce che ai fini del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza si intende per:

- a) *«crisi»: lo stato di difficoltà economico-finanziaria che rende probabile l'insolvenza del debitore, e che per le imprese si manifesta come inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate;*
- b) *«insolvenza»: lo stato del debitore che si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni.*

Una prima importante evidenza è la distanza della norma rispetto a quanto indicato nell'art. 160, comma 3, della legge fallimentare, secondo cui *“per stato di crisi si intende anche lo stato di insolvenza”*.

In secondo luogo, la precedente analisi del *balance sheet test* e dell'*equity test* torna qui utile per comprendere come si collocano le definizioni di crisi e di insolvenza adottate dal CCI²³. Come fa notare Bini: «il CCI adotta una definizione di insolvenza fondata sull'*equity test* e riconduce la definizione di crisi ad una situazione in cui la probabilità di insolvenza è verificata su un orizzonte temporale di riferimento molto ristretto. Infatti, nell'ambito delle procedure di allerta e di composizione assistita della crisi, il CCI fa riferimento ad indici in grado di verificare la sostenibilità dei debiti nei successivi sei mesi. Si tratta di un orizzonte temporale significativamente più breve di quello adottato sia dal principio di revisione ISA 570, sia dai principi contabili nazionali (con l'OIC 11) ed internazionali (con lo IAS 1), per giudicare la sussistenza o meno della continuità aziendale a fini di bilancio. In questi casi l'orizzonte adottato è di 12 mesi».

La definizione di “stato di crisi” adottata dal CCI finisce dunque per escludere quelle imprese che presentano criticità ben prima dell'orizzonte dei 6 mesi, benché si tratti di imprese dove gli azionisti, gli organi di amministrazione e di controllo e/o i manager hanno piena consapevolezza che in assenza di azioni correttive non potrà essere evitato il rischio di insolvenza²⁴.

2.3 il sistema degli indici d'allerta

Al Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili l'art. 13. co. 2 del codice della crisi e dell'insolvenza d'impresa ha assegnato il compito di elaborare gli indici necessari al completamento del sistema d'allerta, introdotto nell'ordinamento con la legge delega n. 155/2017.

Ai sensi del suddetto art. 13, co.1, costituiscono indicatori di crisi gli squilibri di carattere reddituale, patrimoniale o finanziario, rapportati alle specifiche caratteristiche dell'impresa e dell'attività imprenditoriale svolta dal debitore, tenuto conto della data di costituzione e di inizio dell'attività, rilevabili attraverso appositi indici che diano evidenza della sostenibilità dei debiti per almeno i sei mesi successivi e delle prospettive di continuità aziendale per l'esercizio in corso o, quando la durata residua dell'esercizio al momento della valutazione è inferiore a sei mesi, per i sei mesi successivi. A questi fini, sono indici significativi quelli che misurano la sostenibilità degli oneri dell'indebitamento con i flussi di cassa che l'impresa è in grado di generare e l'adeguatezza dei mezzi propri rispetto a quelli di terzi. Costituiscono

²³ Si veda paragrafo 1.1

²⁴ BINI, M., 2019a. Le valutazioni nelle crisi e nelle situazioni di insolvenza delle imprese. La Valutazione delle Aziende, 1 (luglio), 33-35.

altresì indicatori di crisi ritardi nei pagamenti reiterati e significativi, anche sulla base di quanto previsto nell'articolo 24²⁵.

In particolare, il comma 2 prescrive che *il Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili, tenuto conto delle migliori prassi nazionali ed internazionali, elabora con cadenza almeno triennale, in riferimento ad ogni tipologia di attività economica secondo le classificazioni I.S.T.A.T., gli indici di cui al comma 1 che, valutati unitariamente, fanno ragionevolmente presumere la sussistenza di uno stato di crisi dell'impresa. Il Consiglio nazionale dei dottori commercialisti ed esperti contabili elabora indici specifici con riferimento alle start-up innovative, alle PMI innovative, alle società in liquidazione, alle imprese costituite da meno di due anni. Gli indici elaborati sono approvati con decreto del Ministero dello sviluppo economico.*

Il CNDEC, ai fini dell'elaborazione, ha svolto preliminarmente una analisi sulla letteratura in materia di modelli di previsione della crisi.

Lo studio dei modelli di previsione della crisi è divisibile in tre periodi: dal 1930 al 1968, dal 1968 al 1980 e dal 1980 ad oggi. Ciascuno di questi periodi è stato caratterizzato da un approccio metodologico differente e da livelli sempre crescenti di complessità.

Nel primo periodo, lo studio della probabilità della insolvenza è stato condotto in funzione di indicatori contabili considerati singolarmente, utilizzando il cosiddetto “approccio univariato”.

Il secondo periodo, iniziato nel 1968 con il primo paper di Altman, ha visto la diffusione del primo modello multivariato, l'analisi discriminante lineare.

Il terzo periodo è stato caratterizzato da modelli probabilistici, in particolare dalla regressione logistica, il cui obiettivo è fornire una misura della probabilità del fallimento di un'impresa. Gli anni dal 1990 ad oggi hanno assistito alla diffusione di modelli di previsione basati sul *machine learning*.

Il modello scelto per individuare gli indicatori della crisi nel contesto del CCI è stato selezionato in base all'efficacia e alla semplicità d'uso. Per il CNDEC l'efficacia è intesa come la capacità di identificare correttamente i segnali dell'esistenza di una crisi futura, mentre con semplicità d'uso si intende la quantità di risorse necessarie a calcolarlo e impiegarlo per i fini prescritti.

²⁵ a) esistenza di debiti per retribuzioni scaduti da almeno sessanta giorni per un ammontare pari ad oltre la metà dell'ammontare complessivo mensile delle retribuzioni;

b) esistenza di debiti verso fornitori scaduti da almeno centoventi giorni per un ammontare superiore a quello dei debiti non scaduti;

La massimizzazione della capacità predittiva degli indici è stata ottenuta tramite un processo di selezione tra decine di migliaia di combinazioni di indici, mediante test che hanno interessato tutte le società con bilancio ordinario pubblicato, avendo riguardo ad eventi di default nei tre anni successivi.

Sono indici che fanno ragionevolmente presumere la sussistenza di uno stato di crisi dell'impresa, i seguenti:

- i. patrimonio netto negativo;
- ii. DSCR a sei mesi inferiore a 1;
- iii. qualora non sia disponibile il DSCR, superamento congiunto delle soglie previste per i seguenti cinque indici:
 - a. *indice di sostenibilità degli oneri finanziari*, in termini di rapporto tra gli oneri finanziari ed il fatturato;
 - b. *indice di adeguatezza patrimoniale*, in termini di rapporto tra patrimonio netto e debiti totali;
 - c. *indice di ritorno liquido dell'attivo*, in termini di rapporto da cash flow e attivo;
 - d. *indice di liquidità*, in termini di rapporto tra attività a breve termine e passivo a breve termine;
 - e. *indice di indebitamento previdenziale e tributario*, in termini di rapporto tra l'indebitamento previdenziale e tributario e l'attivo.

Dal punto di vista logico il sistema è gerarchico e l'applicazione degli indici deve avvenire nella sequenza indicata. Il superamento del valore soglia del primo (i) rende ipotizzabile la presenza della crisi. In assenza di superamento del primo (i), si passa alla verifica del secondo (ii), e in presenza di superamento della relativa soglia è ipotizzabile la crisi. In mancanza del dato, si passa al gruppo di indici di cui all'art. 13, co.2.

Dal punto di vista statistico, nella stima di determinati parametri è fisiologica la presenza di errate segnalazioni. Si tratta dei "falsi positivi" e dei "falsi negativi". Nello specifico, si registrano "falsi positivi" quando imprese di cui è prevista l'insolvenza non vi incorreranno nell'orizzonte temporale considerato; di contro si registrano "falsi negativi" quando imprese di cui non è diagnosticata la crisi diverranno insolventi. L'accuratezza di un modello si valuta dalla capacità di massimizzare le previsioni corrette, minimizzando i due tipi di errore. Inoltre, anche se ai fini dell'accuratezza gli errori sono equivalenti, falsi positivi e falsi negativi non hanno lo stesso impatto in termini di conseguenze sul sistema delle imprese. La scelta di impostare il modello ammettendo un minor numero di errori di primo o secondo tipo dipende dagli obiettivi del modello stesso. In questo caso, la scelta del CNDEC è stata di privilegiare modelli che minimizzassero il numero di falsi positivi, ammettendo quindi la possibilità di un maggior numero di falsi negativi.

La possibile presenza di falsi negativi e la conseguente assenza di segnali da parte degli indici non esenta dunque gli organi di controllo dalle valutazioni di cui all'art. 14 CCI²⁶.

²⁶ art. 14 CCI, co.1 : "Gli organi di controllo societari, il revisore contabile e la società di revisione, ciascuno nell'ambito delle proprie funzioni, hanno l'obbligo di verificare che l'organo amministrativo valuti costantemente, assumendo le conseguenti idonee iniziative,

Il discrimine tra le situazioni che devono essere oggetto di segnalazione ai sensi dell'art. 14 e quelle che, pur se di crisi o pre-crisi, non comportano ancora l'attivazione dell'allerta è costituito da:

- non sostenibilità del debito nei successivi sei mesi;
- pregiudizio alla continuità aziendale nell'esercizio in corso o, quanto meno, nei successivi sei mesi;
- ritardi di pagamento significativi e reiterati, anche sulla base di quanto previsto nell'articolo 24 CCI²⁷.

2.3.1 il patrimonio netto negativo

Un indice di crisi che si applica a tutte le imprese è la presenza di un patrimonio netto negativo²⁸ o, per le società di capitali, al di sotto del limite di legge. Il patrimonio netto diventa negativo o scende sotto il limite legale per effetto di perdite di esercizio, anche cumulate e rappresenta una causa di scioglimento per le società di capitali (art. 2484, co. 4 cod. civ.). Indipendentemente dalla situazione finanziaria, un patrimonio netto negativo pregiudica la continuità aziendale, fintantoché le perdite non siano state ripianate e il capitale sociale riportato almeno al limite legale.

Il fatto che il patrimonio netto sia diventato negativo può essere superato da una ricapitalizzazione. Ai fini segnaletici è ammessa la prova contraria dell'assunzione di provvedimenti di ricostituzione del patrimonio al minimo legale.

Ai fini del calcolo, l'indice è rilevabile direttamente dal dato del "patrimonio netto" (totale voce A, sezione "passivo" dello stato patrimoniale, art. 2424 cod. civ.), a cui devono essere sottratti i "crediti verso soci per versamenti ancora dovuti" (voce A, stato patrimoniale attivo) ed eventuali dividendi deliberati non ancora contabilizzati. Nel "patrimonio netto" non si tiene conto dell'eventuale "Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi", indipendentemente dal suo saldo²⁹.

se l'assetto organizzativo dell'impresa è adeguato, se sussiste l'equilibrio economico finanziario e quale è il prevedibile andamento della gestione, nonché di segnalare immediatamente allo stesso organo amministrativo l'esistenza di fondati indizi della crisi"

²⁷ a) l'esistenza di debiti per retribuzioni scaduti da almeno sessanta giorni per un ammontare pari ad oltre la metà dell'ammontare complessivo mensile delle retribuzioni; b) l'esistenza di debiti verso fornitori scaduti da almeno centoventi giorni per un ammontare superiore a quello dei debiti non scaduti; c) il superamento, nell'ultimo bilancio approvato, o comunque per oltre tre mesi, degli indici elaborati ai sensi dell'articolo 13, commi 2 e 3.

²⁸ Consiglio Nazionale Dei Dottori Commercialisti e Degli Esperti Contabili, Crisi d'impresa: gli indici dell'allerta, 20 ottobre 2019, 17-22

²⁹ in linea con quanto disposto dall'art. 2426 c.c., co. 1, n. 11-bis.

2.3.2 Il DSCR

Un secondo indice di crisi che trova applicazione per tutte le imprese è la presenza di un *debt service coverage ratio* a sei mesi inferiore ad 1³⁰.

Il DSCR calcola i flussi di cassa liberi previsti nei sei mesi successivi e disponibili per il rimborso dei debiti previsti nello stesso arco temporale. Valori di tale indice superiori ad 1, denotano la sostenibilità dei debiti su un orizzonte di sei mesi, valori inferiori ad 1 la relativa insostenibilità.

Occorre precisare che il DSCR è utilizzabile solo in presenza di dati prognostici non ritenuti inaffidabili dagli organi di controllo, secondo il loro giudizio professionale³¹.

Per il calcolo del DSCR possono essere alternativamente seguiti due approcci basati su budget di tesoreria.

In base al primo approccio, il DSCR deriva da un budget di tesoreria, redatto dall'impresa, che rappresenta le entrate e le uscite di disponibilità liquide attese nei successivi sei mesi. Da tale budget si ricavano il numeratore e il denominatore dell'indice:

- al denominatore si sommano le uscite previste contrattualmente per il rimborso dei debiti finanziari (verso banche o altri finanziatori). Il rimborso è inteso come pagamento della quota capitale contrattualmente previsto per i successivi sei mesi;
- al numeratore si sommano tutte le risorse disponibili per il servizio del debito, date dal totale delle entrate di liquidità previste nei prossimi sei mesi, incluse le giacenze iniziali di cassa, dal quale sottrarre tutte le uscite di liquidità riferite allo stesso periodo, ad eccezione dei rimborsi dei debiti posti al denominatore³².

In base al secondo approccio, il calcolo è effettuato mediante il rapporto tra i flussi di cassa complessivi liberi al servizio del debito attesi nei sei mesi successivi ed i flussi necessari per rimborsare il debito non operativo che scade negli stessi sei mesi.

- Al numeratore, costituito dai flussi al servizio del debito, vanno inseriti:

³⁰ Consiglio Nazionale Dei Dottori Commercialisti e Degli Esperti Contabili, Crisi d'impresa: gli indici dell'allerta, 20 ottobre 2019, 17-22

³¹ La stima del dato prognostico è compito dell'organo amministrativo delegato, attraverso il ricorso agli adeguati assetti. La valutazione della relativa adeguatezza rientra tra i doveri dell'organo amministrativo che è chiamato a "valutare costantemente... se sussiste l'equilibrio finanziario e quale è il prevedibile andamento della gestione".

³² Al numeratore si tiene conto anche della gestione degli investimenti e della gestione finanziaria. Nell'ambito di quest'ultima, rilevano anche i flussi attivi derivanti da linee di credito non utilizzate delle quali, nell'orizzonte temporale di riferimento, si renda disponibile l'utilizzo. Con riferimento alle linee autoliquidanti, esse dovrebbero essere considerate fruibili per la sola parte relativa ai crediti commerciali che, sulla base delle disposizioni convenute, sono anticipabili.

- a) i flussi operativi al servizio del debito. Essi corrispondono al free cash flow from operations (FCFO) dei sei mesi successivi, determinato sulla base dei flussi finanziari derivanti dall'attività operativa applicando il principio OIC 10 (§§ da 26 a 31), deducendo da essi i flussi derivanti dal ciclo degli investimenti (§§ da 32 a 37 dell'OIC 10). A tal fine non concorrono al calcolo dei flussi operativi gli arretrati di cui alle lett. e) e f);
 - b) le disponibilità liquide iniziali;
 - c) le linee di credito disponibili che possono essere usate nell'orizzonte temporale di riferimento. Con riferimento alle linee autoliquidanti esse dovrebbero essere considerate fruibili per la sola parte relativa ai crediti commerciali che, sulla base delle disposizioni convenute, sono anticipabili.
- Il denominatore corrisponde al debito non operativo che deve essere rimborsato nei sei mesi successivi. Esso è costituito da:
 - a) pagamenti previsti, per capitale ed interessi, del debito finanziario;
 - b) debito fiscale e contributivo, comprensivo di sanzioni ed interessi, non corrente e cioè il debito il cui versamento non è stato effettuato alle scadenze di legge (e pertanto o è scaduto ovvero oggetto di rateazioni), il cui pagamento, anche in virtù di rateazioni e dilazioni accordate, scade nei successivi sei mesi;
 - c) debito nei confronti dei fornitori e degli altri creditori il cui ritardo nei pagamenti supera i limiti della fisiologia. Nel caso di debito derivante da piani di rientro accordati da fornitori/creditori, rileva la parte di essi, comprensiva dei relativi interessi, che scade nei sei mesi.

La scelta tra i due approcci dipende dagli organi di controllo e dalla qualità e affidabilità dei relativi flussi informativi. Inoltre l'orizzonte di sei mesi può essere ampliato alla durata residua dell'esercizio se superiore a sei mesi, se ciò migliora l'affidabilità del calcolo del DSCR.

Ai fini del calcolo del numeratore, l'incasso dei crediti liquidi ed esigibili nei confronti della pubblica amministrazione, diversa dagli enti locali che hanno dichiarato lo stato di dissesto, andrebbe portato in conto al momento della scadenza prevista e, se scaduta, come pagamento a pronti.

Le procedure di costruzione ed utilizzo del modello quantitativo di previsione dei flussi dell'impresa devono essere controllabili e adeguate alla complessità e alla dimensione dell'impresa. Sono normali gli scostamenti tra i dati stimati e quelli a consuntivo; tale scostamento non è, di per sé, sintomatico di scarsa affidabilità della costruzione dei dati prognostici.

2.3.3 gli indici di settore

Se il patrimonio netto è positivo e il capitale sociale è sopra il limite legale e se il DSCR non è disponibile oppure è ritenuto non sufficientemente affidabile, si adottano i seguenti 5 indici, con soglie diverse a seconda del settore di attività, che devono allertarsi tutti congiuntamente:

- a) *indice di sostenibilità degli oneri finanziari*, in termini di rapporto tra gli oneri finanziari e il fatturato;
- b) *indice di adeguatezza patrimoniale*, in termini di rapporto tra patrimonio netto e debiti totali;
- c) *indice di ritorno liquido dell'attivo*, in termini di rapporto tra cash flow e attivo;
- d) *indice di liquidità*, in termini di rapporto tra attività a breve termine e passivo a breve termine;
- e) *indice di indebitamento previdenziale e tributario*, in termini di rapporto tra l'indebitamento previdenziale e tributario e l'attivo.

L'indice di adeguatezza patrimoniale³³ è dato dal rapporto tra patrimonio netto e totale debiti e corrisponde a quanto indicato dal legislatore all'art. 13, co.1 CCI.

L'indice di sostenibilità degli oneri finanziari³⁴ e l'indice di ritorno liquido dell'attivo³⁵ misurano la “sostenibilità degli oneri dell'indebitamento con i flussi di cassa che l'impresa è in grado di generare”.

L'indice di liquidità³⁶ confronta il passivo esigibile a breve con le attività realizzabili monetariamente a breve.

L'indice di indebitamento previdenziale e tributario³⁷ incorpora nel modello gli indicatori della crisi richiamati dall'art. 15 CCI.

³³ L'indice di adeguatezza patrimoniale è costituito dal rapporto tra il patrimonio netto ed i debiti totali ed include: -al numeratore, il patrimonio netto costituito dalla voce A stato patrimoniale passivo dell'art. 2424 c.c., detratti i crediti verso soci per versamenti ancora dovuti (voce A stato patrimoniale attivo) e i dividendi deliberati; -al denominatore, i debiti totali costituiti da tutti i debiti (voce D passivo dell'art. 2424 c.c.), indipendentemente dalla loro natura e dai ratei e risconti passivi (voce E passivo dell'art. 2424 c.c.).

³⁴ L'indice di sostenibilità degli oneri finanziari è costituito dal rapporto tra oneri finanziari e fatturato ed include: -al numeratore, gli interessi e altri oneri finanziari di cui alla voce C.17 art. 2425 c.c.; -al denominatore, i ricavi netti, ovvero la voce A.1) Ricavi delle vendite e prestazioni dell'art. 2425 c.c.

³⁵ L'indice di ritorno liquido dell'attivo è costituito dal rapporto tra il cash flow e il totale dell'attivo ed include: -al numeratore, il cash flow ottenuto come somma del risultato dell'esercizio e dei costi non monetari (ad.es, ammortamenti, svalutazioni crediti, accantonamenti per rischi), dal quale dedurre i ricavi non monetari (ad.es, rivalutazioni partecipazioni, imposte anticipate); -al denominatore il totale dell'attivo dello stato patrimoniale art. 2424 c.c.

³⁶ L'indice di liquidità è costituito dal rapporto tra il totale delle attività ed il totale delle passività a breve termine ed include:-al numeratore, l'attivo a breve termine quale risultante dalla somma delle voci dell'attivo circolante (voce C attivo dell'art. 2424 c.c.) esigibili entro l'esercizio successivo e i ratei e risconti attivi (voce D attivo dell'art. 2424 c.c.);-al denominatore, il passivo a breve termine costituito da tutti i debiti (voce D passivo) esigibili entro l'esercizio successivo e dai ratei e risconti passivi (voce E).

³⁷ L'indice di indebitamento previdenziale o tributario è costituito dal rapporto tra il totale dell'indebitamento previdenziale e tributario ed il totale dell'attivo. Esso include: -al numeratore, l'Indebitamento tributario rappresentato dai debiti tributari (voce D.12

Questi 5 indici hanno significato se contemporaneamente utilizzati, dal momento che ciascuno di essi, se isolatamente considerato, fornisce solo informazioni parziali. La valutazione unitaria richiesta dal Legislatore richiede perciò il contestuale superamento di tutte le 5 soglie stabilite per tali indici.

Il CNDCEC, con un'analisi statistica, ha individuato soglie diverse per settori come di seguito riportato:

settore	oneri finanziari/ ricavi %	patrimonio netto/ debiti totali %	liquidità a breve termine %	cash flow/ attivo %	indebitamento previdenziale / attivo %
agricoltura, silvicoltura e pesca	2.8	9.4	92.1	0.3	5.6
estrazione, manifattura, prod. energia/gas	3.0	7.6	93.7	0.5	4.9
forn. acqua reti fognarie rifiuti	2.6	6.7	84.2	1.9	6.5
costruzione di edifici	3.8	4.9	108.0	0.4	3.8
ingegneria civile	2.8	5.3	101.1	1.4	5.3
commercio all'ingrosso	2.1	6.3	101.4	0.6	2.9
commercio al dettaglio	1.5	4.2	89.8	1.0	7.8
trasporto e magazzinaggio, hotel	1.5	4.1	86.0	1.4	10.2
servizi alle imprese	1.8	5.2	95.4	1.7	11.9
servizi alle persone	2.7	2.3	69.8	0.5	14.6

2.4 gli indici specifici

Particolare attenzione merita l'inclusione delle **start-up innovative** e delle **PMI innovative**, alle quali il CNDCEC non ritiene applicabili gli indici descritti nel precedente paragrafo. Ciò dipende, in particolare per le prime, dall'elevato tasso di insuccesso connaturale al profilo di rischio che le caratterizza. Per queste imprese occorre innanzitutto accertare la capacità di ottenere risorse finanziarie da soci, obbligazionisti, banche e intermediari finanziari che, unitamente alle sovvenzioni ed ai contributi pubblici, consentano di proseguire nello studio e nello sviluppo dell'iniziativa imprenditoriale. L'indice di crisi risiede dunque, in presenza di debito attuale o derivante dagli impegni assunti, nell'incapacità di ottenere le risorse finanziarie per la prosecuzione dell'attività di studio e di sviluppo per almeno 12 mesi. Per la misurazione dell'indice si ricorre al DSCR, tenendo conto del fabbisogno finanziario minimo per la prosecuzione dell'attività di studio e sviluppo del progetto. L'assenza di ricavi ed i risultati economici negativi invece non hanno rilevanza determinante al fine di individuare lo stato di crisi. La valutazione della sussistenza dei requisiti è rimessa agli organi di controllo.

Per le **cooperative** il CNDCEC stabilisce che: «il calcolo dell'indice DSCR a 6 mesi tiene conto dei flussi attesi, per versamenti e rimborsi del prestito sociale, secondo una non irragionevole stima, basata sulle evidenze storiche delle relative movimentazioni non precedenti a tre anni. Per le cooperative, in presenza di prestito sociale, l'indice di adeguatezza patrimoniale potrà essere modificato sulla base di quanto previsto al

passivo dell'art. 2424 c.c.) esigibili entro e oltre l'esercizio successivo, l'Indebitamento previdenziale costituito dai debiti verso istituti di previdenza e assistenza sociale (voce D.13 passivo dell'art. 2424 c.c.) esigibili entro e oltre l'esercizio successivo; - al denominatore, l'attivo netto corrispondente al totale dell'attivo dello stato patrimoniale art. 2424 c.c.

co. 3 dell'art. 13 per tenere conto della incidenza di richieste di rimborso dei prestiti soci sulla base delle evidenze storiche non precedenti a tre anni. Sempre per le cooperative, nel calcolo dell'“indice di liquidità”, la voce relativa al “passivo a breve termine”, in relazione al prestito sociale, deve tener conto delle precisazioni e delle valutazioni effettuate con riferimento al calcolo del DSCR e dell'indice di adeguatezza patrimoniale».

Per le **imprese costituite da meno di due anni** l'unico indice che rileva è il patrimonio netto negativo. Si applicano invece le regole generali e gli indici di settore nel caso in cui l'impresa o la società neo costituita sia succeduta ad altra o sia subentrata ad altra nella conduzione o nella titolarità dell'azienda. Il CNDCEC ha adottato a titolo di esempio seguenti casi:

- società beneficiarie di un complesso o di un ramo aziendale per effetto di una operazione di scissione;
- società incorporanti in una operazione di fusione o risultanti dalla fusione;
- società conferitarie di un complesso o di un ramo aziendale;
- imprese acquirenti un complesso o un ramo aziendale già esistente;
- imprese che conducono in affitto un complesso o un ramo aziendale già esistente.

Per le **imprese in liquidazione** il CNDCEC stabilisce che: «a condizione che esse abbiano cessato l'attività, l'indice rilevante della crisi è rappresentato dal rapporto tra il valore di realizzo dell'attivo liquidabile e il debito complessivo della società. Rilevano comunque la presenza di reiterati e significativi ritardi nei pagamenti o di un DSCR inferiore ad 1. Non è invece di per sé indicativa la presenza di un patrimonio netto negativo che potrebbe derivare da un minore valore di libro degli assets rispetto a quanto realizzabile dalla loro liquidazione».

Infine, per completezza occorre ricordare che ai sensi dell'art. 13, co. 3 CCI *“L'impresa che non ritenga adeguati, in considerazione delle proprie caratteristiche, gli indici elaborati a norma del comma 2 ne specifica le ragioni nella nota integrativa al bilancio di esercizio e indica, nella medesima nota, gli indici idonei a far ragionevolmente presumere la sussistenza del suo stato di crisi. Un professionista indipendente attesta l'adeguatezza di tali indici in rapporto alla specificità dell'impresa. L'attestazione è allegata alla nota integrativa al bilancio di esercizio e ne costituisce parte integrante. La dichiarazione, attestata in conformità al secondo periodo, produce effetti per l'esercizio successivo”*.

Le principali ragioni di non adeguatezza degli indici possono risiedere:

- in una non precisa, o non più attuale, classificazione dell'impresa sulla base dei codici Istat;
- in una struttura dell'impresa che presenta specifiche peculiarità nel modello di business che rendono gli indici scarsamente significativi.

In tal caso è facoltà dell'impresa individuare altri indici che ritenga adeguati, motivandone la scelta.

2.5 COVID-19: le misure a sostegno delle imprese in Italia

Il nuovo Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza sarebbe dovuto entrare in vigore, per gran parte delle sue norme, il 15 agosto 2020, tuttavia l'art. 5 del Decreto-legge 8 aprile 2020 n. 23, rubricato "*Misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga di termini amministrativi e processuali*" e pubblicato in data 8 aprile 2020 sulla Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana (il "Decreto Liquidità"), ha stabilito il differimento di un anno e 16 giorni della sua entrata in vigore, fissandola al 1° settembre 2021.

La spiegazione è riconducibile all'attuale crisi sistemica, non solo sanitaria, ma anche economica, dovuta alla diffusione del Covid-19, a fronte della quale non è stato ritenuto opportuno dar vita ad uno strumento sino ad ora mai collaudato e studiato per affrontare, in linea di principio, solo crisi "ordinarie".

In questa fase, obiettivo della politica economica deve essere quello di evitare che le imprese falliscano per crisi di liquidità dovuta al calo delle vendite. I fallimenti infatti richiedono molto tempo per essere assorbiti, prolungando gli effetti dello shock. Come riporta il Centro Studi Confindustria (aprile 2020), da febbraio 2020 a causa dello shock moltissime imprese in Italia stanno subendo un crollo dei fatturati, che prosciuga la loro liquidità, a fronte di esborsi che restano necessari (fornitori, dipendenti, fisco, banche). Inoltre, già prima dell'epidemia, l'indagine ISTAT segnalava una flessione della liquidità disponibile in azienda e il credito bancario era in calo (-1,3% annuo). Il rischio oggi è che le riserve di cassa si azzerino rapidamente e che tante imprese non riescano più a far fronte ai pagamenti: questo potrebbe condurre a una diffusa crisi di solvibilità nel settore produttivo, anche per imprese con bilanci solidi prima del Covid-19.

Secondo una nota pubblicata dall'Ufficio Studi Confcommercio, il 10 maggio 2020, quasi 267mila imprese potrebbero smettere di operare definitivamente. Un terzo appartenerebbero al commercio, due terzi ai servizi. I settori più colpiti sarebbero gli ambulanti (soprattutto di beni non alimentari), i negozi di vestiario e di calzature, i bar, i ristoranti e le imprese legate alle attività di intrattenimento e alla cura della persona. Le perdite in assoluto più consistenti si osserverebbero tra le professioni e nell'ambito della ristorazione.

Per quanto riguarda alcune delle misure emergenziali adottate a sostegno delle imprese, è stata prevista la sospensione, a decorrere dalla data di entrata in vigore del Decreto Liquidità, 9 aprile 2020, e fino alla data del 31 dicembre 2020, dell'obbligo di deliberare la riduzione del capitale in proporzione delle perdite accertate e,

in caso di riduzione del capitale al di sotto del limite legale, la trasformazione della società. Per lo stesso periodo, non opera la causa di scioglimento della società per riduzione o perdita del capitale sociale³⁸.

Il provvedimento mira a evitare che la perdita del capitale, dovuta alla crisi da Covid-19 e verificatasi nel corso degli esercizi chiusi al 31 dicembre 2020, imponga agli amministratori di un numero elevatissimo di imprese l'immediata messa in liquidazione, con perdita della prospettiva di continuità per imprese anche performanti, ma danneggiate, direttamente o indirettamente, da una situazione contingente ed eccezionale.

Allo stesso modo, a fronte dell'esigenza di incentivare i canali necessari per assicurare un adeguato rifinanziamento delle imprese, l'articolo 8 del Decreto Liquidità ha disposto la temporanea disattivazione, dal 9 aprile 2020 e fino al 31 dicembre 2020, dei meccanismi di postergazione dei finanziamenti effettuati dai soci o da chi esercita attività di direzione e coordinamento³⁹.

L'articolo 10 dello stesso decreto ha inoltre previsto la temporanea improcedibilità in materia di ricorsi e richieste per la dichiarazione di fallimento e dello stato di insolvenza.

Infine, con riferimento ai titoli di credito, l'art.11 stabilisce che i termini di scadenza ricadenti o decorrenti nel periodo dal 9 marzo 2020 al 30 aprile 2020, relativi a vaglia cambiari, cambiali e altri titoli di credito emessi prima del 9 aprile 2020 sono sospesi per lo stesso periodo.

Il Decreto Cura Italia aveva previsto lo stanziamento di 1,5 miliardi per il Fondo di Garanzia (art.49) e la moratoria del credito per le imprese colpite dall'epidemia (art. 56), entrambe misure indirizzate alle piccole e medie imprese; per le imprese più grandi era previsto solo un fondo presso il MEF di 500 milioni per l'erogazione di garanzie. Il Decreto Liquidità rafforza le garanzie a favore delle PMI e prevede misure a più ampio respiro anche a favore di imprese di maggiori dimensioni⁴⁰.

³⁸ DECRETO-LEGGE 8 aprile 2020, n. 23, art. 6: “A decorrere dalla data di entrata in vigore del presente decreto e fino alla data del 31 dicembre 2020 per le fattispecie verificatesi nel corso degli esercizi chiusi entro la predetta data non si applicano gli articoli 2446, commi secondo e terzo, 2447, 2482-bis, commi quarto, quinto e sesto, e 2482-ter del codice civile. Per lo stesso periodo non opera la causa di scioglimento della società per riduzione o perdita del capitale sociale di cui agli articoli 2484, primo comma, numero 4), e 2545-duodecies del codice civile.

³⁹ Ai sensi dell'art. 2467 c.c. “Il rimborso dei finanziamenti dei soci a favore della società è postergato rispetto alla soddisfazione degli altri creditori e, se avvenuto nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento della società, deve essere restituito. Ai fini del precedente comma s'intendono finanziamenti dei soci a favore della società quelli, in qualsiasi forma effettuati, che sono stati concessi in un momento in cui, anche in considerazione del tipo di attività esercitata dalla società, risulta un eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto oppure in una situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento.”

⁴⁰ Aggiornamento sulle misure dirette a sostegno della liquidità delle imprese di Giampaolo Galli, Raffaella Palomba e Federica Paudice, Osservatorio CPI, 17 aprile 2020.

Per quanto riguarda il Fondo di Garanzia per le PMI, istituito con Legge n. 662/96 (art. 2, comma 100, lettera a) e operativo dal 2000, si tratta di uno strumento che mira a favorire l'accesso alle fonti di finanziamento delle piccole e medie imprese, mediante la concessione di una garanzia pubblica che si affianca e spesso si sostituisce alle garanzie reali portate dalle imprese.

Secondo il report nazionale gennaio-dicembre 2019 pubblicato dal Ministero dello Sviluppo Economico, dall'1 gennaio al 31 dicembre 2019, le richieste di accesso al Fondo sono state pari a 125.918, di cui 124.954 accolte. Al 31 dicembre 2019, i finanziamenti accolti sono stati pari a € 19,4 mld, mentre l'importo garantito è stato pari a €13,3 mld. Il finanziamento medio è stato di € 155,1 mila⁴¹.

A sostegno delle imprese danneggiate, direttamente o indirettamente, dall'emergenza sanitaria dovuta al Covid-19, il decreto liquidità (art. 13) ha trasformato il Fondo di Garanzia per le PMI in uno strumento capace di garantire, secondo il MISE, fino a 100 miliardi di euro di liquidità.

In particolare, il Fondo agirà su tre direttrici principali:

- 1) garanzia al 100% per i prestiti di importo non superiore al 25% dei ricavi fino a un massimo di 25.000 euro, senza alcuna valutazione del merito di credito. In questo caso le banche potranno erogare i prestiti senza attendere il via libera del Fondo di Garanzia;
- 2) garanzia al 100% (di cui 90% Stato e 10% Confidi) per i prestiti di importo non superiore al 25% dei ricavi fino a un massimo di 800.000 euro, senza valutazione andamentale;
- 3) garanzia al 90% per i prestiti fino a 5 milioni di euro, senza valutazione andamentale.

Inoltre, in deroga alla vigente disciplina del Fondo, si applicano le seguenti misure:

- la garanzia è concessa a titolo gratuito;
- l'importo massimo garantito per singola impresa è elevato da 2,5 a 5 milioni di euro;
- la garanzia su singole operazioni è estesa alle grandi imprese con numero di dipendenti non superiore a 499;
- innalzamento delle percentuali di copertura della garanzia⁴²;

⁴¹ https://www.fondidigaranzia.it/wp-content/uploads/2020/01/Relazione-Dicembre-2019_Sito.pdf

⁴² la percentuale di copertura della garanzia diretta è incrementata al 90 per cento dell'ammontare di ciascuna operazione finanziaria, per le operazioni con durata fino a 72 mesi. L'importo totale delle predette operazioni non può superare alternativamente:

- 1) il doppio della spesa salariale annua del beneficiario (compresi gli oneri sociali e il costo del personale che lavora nel sito dell'impresa ma che figura formalmente nel libro paga dei subcontraenti) per il 2019 o per l'ultimo anno disponibile. Nel caso di imprese costituite a partire dal 1° gennaio 2019, l'importo massimo del prestito non può superare i costi salariali annui previsti per i primi due anni di attività;
- 2) il 25 per cento del fatturato del beneficiario nel 2019;

- possibilità di accesso alla garanzia del Fondo (con copertura dell'80% in garanzia diretta e al 90% in riassicurazione) per operazioni di rinegoziazione di finanziamenti esistenti, a condizione che sia prevista la contestuale erogazione di credito aggiuntivo al soggetto beneficiario pari ad almeno il 10% dell'importo del debito rinegoziato;
- estensione automatica della garanzia del Fondo per finanziamenti sospesi a causa del COVID-19;
- la garanzia è concessa senza valutazione del soggetto beneficiario;
- la garanzia è estesa anche in favore di soggetti segnalati in centrale rischi: "inadempienze probabili" nonché con presenza di operazioni classificate come "scadute" o "sconfinanti deteriorate" successivamente alla data del 31 gennaio 2020
- concessione della garanzia anche alle imprese che, in data successiva al 31 dicembre 2019, sono state ammesse alla procedura del concordato con continuità aziendale, hanno stipulato accordi di ristrutturazione o hanno presentato un piano di risanamento;
- zero commissioni nei casi di mancato perfezionamento dei finanziamenti garantiti;
- possibilità di cumulare la garanzia del Fondo con altre garanzie per le operazioni di investimento immobiliare nei settori turistico – alberghiero e delle attività immobiliari, con durata minima di 10 anni e di importo superiore a euro 500.000,00
- anticipazione dell'erogazione del credito rispetto alla concessione della garanzia del Fondo;
- potenziamento delle garanzie su portafogli di finanziamenti con innalzamento a 500mln Euro, al fine di incrementare la quota di erogazioni crediti per le piccole imprese a maggior rischio, attraverso l'aumento dell'ammontare massimo dei portafogli di finanziamenti, l'accesso alla garanzia senza valutazione del merito di credito da parte del Gestore del Fondo, l'innalzamento delle percentuali di copertura sui singoli finanziamenti inclusi nei portafogli e sull'ammontare complessivo del portafoglio.

Per le imprese di grandi dimensioni e le PMI, inclusi lavoratori autonomi e liberi professionisti, che abbiano esaurito la propria capacità di accesso al Fondo centrale di Garanzia, è prevista la concessione, fino al 31 dicembre 2020, di una garanzia di SACE⁴³ sui finanziamenti emessi dalle banche, istituzioni finanziarie nazionali e internazionali e altri soggetti abilitati all'esercizio del credito in Italia.⁴⁴ Stando alle dichiarazioni del governo, si tratta di una misura straordinaria per rilasciare un plafond di garanzie dello Stato da 200 miliardi di euro.

-
- 3) il fabbisogno per costi del capitale di esercizio e per costi di investimento nei successivi 18 mesi, nel caso di piccole e medie imprese, e nei successivi 18 mesi, nel caso di imprese con un numero di dipendenti non superiore a 499.

⁴³ SACE è parte del Gruppo Cassa depositi e prestiti. Detiene la totalità delle partecipazioni di SACE BT e SACE Fct e il 76% di SIMEST, insieme alla quale costituisce il Polo dell'export e dell'internazionalizzazione del Gruppo Cassa depositi e prestiti. Le sue attività sono disciplinate dalla normativa dell'Unione Europea e dall'Accordo sui Crediti all'Esportazione Ufficialmente Sostenuti, firmato in sede Ocse. SACE rispetta i principi stabiliti dalla Berne Union, organismo internazionale che riunisce le società di credito all'esportazione e agenzie per il sostegno degli investimenti.

⁴⁴ Le condizioni alle quali vengono accordate i finanziamenti devono essere in linea con quelle definite dal paragrafo 3.2. del Temporary Framework della Commissione sugli aiuti di Stato alle imprese colpite dall'emergenza.

Tali garanzie sono disponibili per qualsiasi tipologia di impresa, indipendentemente dalla dimensione, dal settore di attività e dalla forma giuridica con i seguenti requisiti:

- sede in Italia;
- imprese che non erano in difficoltà al 31 dicembre 2019, ma che hanno affrontato o che si sono trovate in una situazione di difficoltà successivamente all'epidemia di Covid-19;
- imprese che hanno già utilizzato il Fondo Centrale di Garanzia fino a completa capienza.

Il finanziamento, erogato da banche, istituzioni finanziarie nazionali e internazionali e da altri soggetti abilitati all'esercizio del credito in Italia, con garanzia di SACE e controgaranzia dello Stato, avrà come limite di importo il valore più alto tra:

- il 25% del fatturato di Gruppo in Italia del 2019 come risultante dal Bilancio ovvero dalla dichiarazione fiscale
- oppure il doppio del costo annuale del personale di Gruppo in Italia per il 2019⁴⁵ ovvero da dati certificati se l'impresa non ha approvato il Bilancio.

Per quanto concerne le finalità del finanziamento, deve trattarsi di esigenza di liquidità per investimenti, costi del personale o capitale circolante, esclusivamente per stabilimenti produttivi e attività imprenditoriali localizzati in Italia.

Non sono invece ammessi, tra gli altri, i finanziamenti con finalità di rifinanziamento di finanziamenti già ottenuti, riacquisto di azioni proprie e acquisizioni societarie.

Inoltre:

- la durata totale dei finanziamenti non potrà essere superiore a 6 anni, con la possibilità per le imprese di avvalersi di un preammortamento di durata fino a 24 mesi.
- il costo complessivo per il richiedente sarà costituito dal costo di finanziamento specifico, definito da ciascun soggetto finanziatore, e dal costo della garanzia. Il costo dei finanziamenti coperti dalla garanzia deve essere inferiore al costo che sarebbe stato richiesto dal soggetto o dai soggetti eroganti per operazioni con le medesime caratteristiche, ma prive della garanzia.
- Le aziende beneficiarie del finanziamento si impegneranno a non approvare la distribuzione dei dividendi nei dodici mesi successivi all'erogazione del finanziamento e a gestire i livelli occupazionali attraverso accordi sindacali.

⁴⁵ Qualora l'impresa abbia iniziato la propria attività successivamente al 31 dicembre 2018, si fa riferimento ai costi del personale attesi per i primi due anni di attività, come documentato e attestato dal rappresentante legale dell'impresa.

Le percentuali di copertura dei finanziamenti sono diversificate in base al numero di dipendenti e al fatturato dell'impresa. Nello specifico si prevede:

- una copertura pari al 90% dei finanziamenti destinati a imprese con meno di 5mila dipendenti in Italia e fatturato non superiore a 1,5 miliardi;
- una copertura pari all'80% dei finanziamenti destinati a imprese con più di 5mila dipendenti in Italia e fatturato compreso tra 1,5 e 5 miliardi (su base consolidata);
- una copertura pari al 70% per imprese con fatturato superiore a 5 miliardi (su base consolidata).

Per le imprese con meno di 5mila dipendenti in Italia e con un valore del fatturato inferiore a 1,5 miliardi di euro è prevista una procedura semplificata; nel caso in cui l'impresa abbia invece dimensioni superiori, il rilascio della garanzia è subordinato alla decisione con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, sentito il Ministro dello Sviluppo Economico.

Mauro Comana⁴⁶ sostiene che l'impatto della crisi da COVID-19 sulla finanza aziendale e, in particolare, sulla gestione della tesoreria, non sarà uguale per tutte le imprese, ma quelle che negli anni hanno saputo osservare una corretta gestione finanziaria saranno avvantaggiate. Nonostante l'ampiezza delle risorse che le banche potranno mobilitare facendo leva sulle garanzie pubbliche, gli interventi governativi non saranno, a Suo parere, sufficienti, perché il limite al 25% del fatturato previsto per le nuove linee di credito copre 3 mesi di fatturato e quindi, nel migliore dei casi, permette di fronteggiare i mancati incassi della fase acuta della crisi, ma non il calo dei flussi di cassa del medio periodo e tantomeno gli investimenti necessari per reagire alla flessione della domanda: ricerca di nuovi mercati, riconversione delle produzioni e ristrutturazioni aziendali. Comana fa notare come la politica monetaria degli ultimi anni, con tassi di interesse prossimi allo zero, abbia spinto fortemente verso l'indebitamento, facendo sembrare sostenibili livelli di indebitamento che in passato erano ritenuti proibitivi. La crisi di oggi fa emergere, da un lato, l'errore di non aver conservato riserve di liquidità o almeno riserve di indebitamento e, dall'altro, il limite dell'eccessiva dipendenza dal credito bancario da parte delle aziende italiane che ricorrono scarsamente ad altri canali di finanziamento. Alcune imprese, grazie a scelte oculate del passato, saranno in grado di disporre di cassa per affrontare l'interruzione dei flussi in entrata, di avere linee di credito inutilizzate da tirare al bisogno, di annoverare in bilancio attività che possono essere dismesse per diminuire il fabbisogno finanziario. Le criticità del sistema bancocentrico emergono laddove gli intermediari creditizi, che, investiti da una gigantesca richiesta di fondi, dovranno processare in poco tempo un numero ingente di domande di finanziamento e dovranno assumere nuovi rischi, dimostrino limitata disponibilità a concedere nuovi crediti soprattutto a imprese già indebitate.

⁴⁶ Comana M., La finanza aziendale ai tempi dell'emergenza sanitaria, Luiss Open, 27 aprile 2020.

In ultimo, con le nuove misure in tema di poteri speciali si estende l'ambito applicativo del Golden Power⁴⁷ ai settori alimentare, finanziario, assicurativo e sanitario, per la difesa delle PMI e delle principali filiere produttive italiane. Inoltre, mentre la precedente normativa andava a colpire eventuali scalate ostili provenienti da paesi extra-UE, con l'aggiornamento di aprile 2020 è possibile impugnare queste azioni anche nel caso di aziende facenti parte dell'Unione Europea.

In linea generale, sarà possibile mettere in atto le seguenti azioni:

- dettare specifiche condizioni in relazione all'acquisto di pacchetti azionari o partecipazioni;
- porre il veto all'adozione di particolari delibere societarie che andrebbero a modificare sostanzialmente l'assetto proprietario aziendale;

Per dovere di completezza è opportuno menzionare il Decreto-Legge 19 maggio 2020, n. 34, che ha disposto ulteriori misure di sostegno all'impresa.⁴⁸

⁴⁷ Al fine di salvaguardare gli assetti delle imprese operanti in ambiti ritenuti strategici e di interesse nazionale, con il decreto-legge 15 marzo 2012 n. 21 (convertito con modificazioni dalla legge n. 56 dell'11 maggio 2012), è stata disciplinata la materia dei poteri speciali esercitabili dal Governo nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché in alcuni ambiti ritenuti di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti, delle comunicazioni.

Il decreto-legge 25 marzo 2019, n. 22 (convertito, con modificazioni, dalla legge n. 41 del 20 maggio 2019), ha introdotto, nel decreto-legge n. 21 del 2012, l'articolo 1-bis, che disciplina l'esercizio dei poteri speciali inerenti le reti di telecomunicazione elettronica a banda larga con tecnologia 5G.

Il decreto-legge 21 settembre 2019, n. 105 (convertito, con modificazioni, dalla legge n. 133 del 18 novembre 2019) ha esteso l'ambito operativo delle norme in tema di poteri speciali esercitabili dal Governo nei settori strategici, coordinandolo con l'attuazione del Regolamento (UE) 2019/452 in materia di controllo degli investimenti esteri diretti nell'Unione europea.

⁴⁸ Si tratta di:

- 12 miliardi per il pagamento dei debiti commerciali degli enti locali, delle Regioni e delle Province autonome nei confronti delle imprese;
- 6 miliardi per contributi a fondo perduto a favore di società e imprese individuali con ricavi fino a 5 milioni di euro, che saranno erogati dall'Agenzia delle Entrate e parametrati al calo del fatturato sul mese di aprile 2020 rispetto al corrispondente mese del 2019, superiore al 33%. Previsto un contributo minimo di 2000 euro per le società e di 1000 euro per l'impresa individuale (cumulabile col bonus INPS);
- 4 miliardi per cancellare definitivamente il saldo 2019 e l'acconto 2020 dell'Irap di giugno e luglio per tutte le imprese con fatturato annuo fino a 250 milioni di euro;
- 4 miliardi per finanziare ulteriormente il Fondo di Garanzia per le Pmi, che si aggiungono alle risorse già stanziare nei decreti Cura Italia e Liquidità per arrivare ad un ammontare complessivo di circa 7 miliardi;
- 600 milioni per ridurre nel 2020 i costi fissi delle bollette elettriche per le utenze non domestiche in bassa tensione.

CAPITOLO 3

LA VALUTAZIONE DELLE IMPRESE IN CRISI E IN SITUAZIONI DI INSOLVENZA

3.1 impresa insolvente ed impresa in crisi: i profili di valutazione distintivi

Le aziende che pongono maggiori problemi in tema di valutazione sono quelle che si trovano all'inizio o alla fine del loro ciclo di vita.

Alla luce del nuovo Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza, l'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) ha avviato un Gruppo di Lavoro dedicato a *“La valutazione nelle crisi e nelle situazioni di insolvenza delle imprese”*, al fine di definire percorsi di analisi condivisi per affrontare le difficoltà insite in una valutazione d'azienda in stato di difficoltà e per minimizzare il rischio valutativo.

Infatti, secondo il Presidente del Comitato di Gestione di OIV Mauro Bini, la stima del valore delle imprese in difficoltà presenta, rispetto alla valutazione di aziende in condizioni ordinarie, tre criticità:

- a) maggior livello di complessità;
- b) maggior grado di discrezionalità;
- c) maggior incertezza valutativa.

La maggiore complessità riguarda il fatto che sono utilizzabili solo alcune delle tecniche di valutazione tradizionale. Ulteriori problemi afferiscono alla qualità, all'incompletezza e alla volatilità dei dati che devono essere utilizzati (ad esempio mancano società comparabili quotate; le transazioni relative ad aziende in crisi non sono note nei dettagli e non forniscono informazioni significative di prezzo; il valore contabile del debito non ne esprime il valore di mercato; il costo di rimpiazzo perde significato in presenza di un eccesso di offerta di beni sostituti, ecc.).

La soggettività di giudizio deriva dal fatto che ciascuna situazione di crisi si caratterizza per fatti e circostanze molto specifici che rendono difficile l'identificazione di regole generali.

Infine l'incertezza valutativa è riconducibile alla mancanza di riferimenti o *best practice*.

Proprio per queste ragioni nella pratica si riscontra un'elevata variabilità tra le stime di soggetti diversi sulla medesima attività o azienda e si osservano differenze rilevanti tra i valori di mercato o di liquidazione stimati ed i prezzi effettivamente realizzati.

Aswath Damodaran segnala che un ulteriore problema che la maggior parte degli analisti affronta, nella valutazione di un'azienda in declino, è psicologico: *“Come esseri umani, siamo propensi all'ottimismo e lo riflettiamo stimando tassi di crescita positivi e flussi di cassa più elevati per il futuro. Quando valutiamo le*

aziende in declino, dobbiamo andare contro questa propensione e stimare flussi di cassa per il futuro che potrebbero essere inferiori ai flussi di cassa oggi".⁴⁹ L'ottimismo, secondo Damodaran, si manifesta nella valutazione delle aziende in difficoltà in relazione a:

- a) Tassi di crescita: gli analisti mantengono la loro prassi standard di stima dei tassi di crescita positivi, non solo a breve termine, ma anche in perpetuo per la maggior parte delle aziende. Pertanto, non è insolito vedere una società in declino essere valutata con gli utili correnti in crescita a tassi positivi in futuro, semplicemente perché questo vale per la maggior parte delle aziende. Tuttavia, questa visione del futuro confligge con la realtà, dal momento che entrate piatte e margini operativi in calo sono incompatibili con la crescita positiva dei guadagni in futuro.
- b) Tassi di sconto: le imprese sono valutate utilizzando il costo del capitale di imprese sane nel loro settore.
- c) Rendimenti e margini in eccesso: oltre a stimare tassi di crescita positivi degli utili, gli analisti si basano sull'ipotesi che la società valutata tornerà a medie storiche in termini di margini e rendimenti in eccesso, se non immediatamente, almeno nel tempo. Anche se questo può essere possibile per alcune aziende in declino, è improbabile o del tutto impossibile per altre.

Quando si stima il valore di un'azienda è possibile adottare due prospettive⁵⁰:

- a) la prospettiva di funzionamento (*going concern*);
- b) la prospettiva di liquidazione.

Mentre per le imprese in condizioni normali si adotta la prospettiva di funzionamento, quando si valutano imprese in difficoltà entrambe le prospettive assumono rilievo. In particolare è l'oggetto di valutazione ad impattare sulla prospettiva. A tal proposito, Bini chiarisce che, mentre nel caso dell'impresa insolvente viene stimato il valore dell'attivo d'impresa a prescindere dalla specifica struttura finanziaria, nel caso dell'impresa in crisi l'esperto è chiamato a stimare anche il valore degli strumenti di equity o di debito. Di conseguenza, nel caso dell'impresa insolvente l'esperto deve effettuare contemporaneamente due valutazioni distinte ciascuna fondata su una diversa prospettiva, in modo tale che sia possibile confrontare il valore dell'impresa in liquidazione e il valore dell'impresa in funzionamento. Nel caso delle imprese in crisi o in procedura, invece, l'esperto deve adottare una prospettiva mista, nel senso che quando si adotta la prospettiva di funzionamento occorre considerare anche lo scenario di liquidazione. Infatti, dal momento che per le imprese in crisi il rischio di insolvenza è concreto e la liquidazione forzata rappresenta un possibile scenario, se si adottasse una

⁴⁹ Damodaran, Aswath, *Valuing Declining and Distressed Companies* (June 23, 2009), New York University - Stern School of Business

⁵⁰ BINI, M., 2019a. Le valutazioni nelle crisi e nelle situazioni di insolvenza delle imprese. *La Valutazione delle Aziende*, 1 (luglio), 40-42

prospettiva di funzionamento pura, l'impresa finirebbe per essere sopravvalutata. Si tratta dell'errore più frequente in cui incorrono gli esperti di valutazione.

Le configurazioni di valore a cui occorre fare riferimento nel caso di imprese in difficoltà sono:

- a) il valore di mercato;
- b) il valore di smobilizzo (di liquidazione o di garanzia);
- c) il valore recuperabile (ai fini di *impairment test*, pari al maggiore fra valore d'uso e *fair value*).

Le diverse configurazioni di valore possono assumere attributi di valore diversi a seconda della categoria di impresa. In particolare:

- nel caso delle imprese in condizioni normali:
 - i. il valore di mercato può esprimere un valore in atto o un valore potenziale;
 - ii. il valore di liquidazione può esprimere un valore di liquidazione ordinata o forzata.
- nel caso delle imprese insolventi:
 - i. valore di mercato in atto rappresenta anche il valore inerziale dell'attivo dell'impresa, ovvero il valore che si avrebbe in assenza di interventi di ristrutturazione, mentre il valore potenziale esprime il valore che si avrebbe qualora fosse implementato il piano di ristrutturazione;
 - ii. il valore di liquidazione è sempre il valore di liquidazione forzata.
- nel caso di imprese in crisi:
 - i. valore di mercato può assumere due diversi attributi: *pre-money* e *post-money*, ovvero prima e dopo aver considerato l'effetto diluitivo dell'apporto di capitale esterno;
 - ii. occorre introdurre oltre alla liquidazione ordinata e alla liquidazione forzata, anche la fattispecie della liquidazione accelerata. Si tratta di un caso intermedio che interviene, ad esempio, quando i piani di ristrutturazione richiedono di effettuare disinvestimenti di alcune attività o di alcuni business in tempi rapidi che impediscono un normale periodo di commercializzazione. La liquidazione accelerata fa riferimento ad un prezzo di liquidazione collocato tra il prezzo di liquidazione ordinata e il prezzo di liquidazione forzata⁵¹.

Buttignon⁵² propone di valutare le imprese *distressed* applicando il modello del *Discounted Cash Flow* (di seguito DCF) in una logica simulativa. Questa consente di riflettere la dinamica prevista dei flussi di cassa

⁵¹ BINI, M., 2019a. Le valutazioni nelle crisi e nelle situazioni di insolvenza delle imprese. *La Valutazione delle Aziende*, 1 (luglio), 40-44.

⁵² BUTTIGNON, F., 2019a. La valutazione delle imprese in crisi finanziaria. *La Valutazione delle Aziende*, 2 (dicembre), 39

aziendali, evidenziandone esplicitamente il profilo di rischio, che aumenta all'avanzare dello stato di declino. Le simulazioni in DCF possono essere sviluppate secondo due approcci: la tecnica degli scenari e quella di tipo Monte Carlo. Esse possono essere utilizzate congiuntamente a partire dalle stesse ipotesi sulla dinamica dei *value drivers*.

Buttignon ripercorre i passaggi applicativi del modello DCF prendendo come riferimento il caso di un'impresa insolvente con un piano di ristrutturazione strategico-operativa e finanziaria (RP) in corso di negoziazione. Nel frattempo si ipotizza che l'impresa abbia ottenuto nuova finanza in prededuzione, prima dell'approvazione di RP. RP può essere proposto dall'attuale soggetto di controllo e/o da nuovi investitori, qualificando due configurazioni di valori di continuità: *stand alone* e con cambio di controllo.

Il primo passo della valutazione è l'analisi dei risultati passati e la rilevazione della situazione patrimoniale iniziale. Un tema essenziale è l'individuazione del debito operativo (scaduto) da ristrutturare. In caso di procedura concorsuale tutto il debito dovrà essere trattato come da "ristrutturare".

Il punto centrale del DCF è la stima dei flussi di cassa operativi (FCF). Al di là dell'approccio analitico utilizzato (simulazione via scenari o Monte Carlo), alla base dei FCF si collocano la situazione e le prospettive strategiche ed operative dell'azienda. A tal proposito, per Buttignon, occorre analizzare:

- la struttura e la dinamica dell'ambito competitivo di riferimento;
- le potenzialità ancora presenti in azienda (risorse e competenze distintive, attività e processi operativi, collegamenti a valle e a monte della catena del valore);
- la strategia in atto e intenzionale;
- gli interventi sul modello di business ai diversi livelli.

L'approccio per scenari prevede di prendere spunto dalla migliore proiezione a disposizione (quella più probabile) e di derivare una serie di possibili alternative evolutive che sottendono diverse ipotesi sui fattori critici sopra citati.

Lo scenario base riflette il piano proposto dall'impresa per il mantenimento o il recupero della continuità aziendale. I valori espressi in questo scenario saranno successivamente indicati come "valori previsti". Lo scenario *best* esprime i migliori risultati che potrebbero essere raggiunti se RP si rivelasse vincente oltre le aspettative. A parità di altre condizioni, RP sarà tanto più rischioso quanto più i valori previsti si avvicinano a quelli *best*. Da ultimo, lo scenario *worst* riflette cosa potrebbe accadere se gli interventi programmati non si rivelassero adeguati e l'impresa proseguisse nel sentiero di declino in atto o i miglioramenti fossero inferiori a quelli previsti⁵³.

⁵³ I tre scenari proposti da Buttignon nel documento "La valutazione delle imprese in crisi finanziaria" sono quelli minimali per operare in una logica probabilistica. Essi possono essere arricchiti da un'analisi di tipo Monte Carlo. In quest'ultima ad ognuno dei *value drivers* è assegnata una distribuzione di probabilità e un indicatore di correlazione con gli altri drivers. Nell'analisi di scenario, a differenza dello scenario Monte Carlo, la probabilità non è attribuita ai singoli drivers, ma ad ogni scenario.

Il passo successivo è l'esplicitazione della manovra finanziaria sul debito e sull'equity. La manovra finanziaria proposta a titolo esemplificativo da Buttignon contempla: a) il ricorso a nuova finanza in prededuzione a servizio della realizzazione di RP; b) la ristrutturazione del debito iniziale, prevedendo riduzioni di valore nominale ("stralcio") differenziate a seconda del livello di *seniority* (che viene mantenuta) e concedendo ai creditori diritti sull'equity (*equity swaps*⁵⁴) a compensazione dello stralcio; c) l'aumento di capitale per cassa, con la definizione di una struttura di distribuzione del valore residuale alla fine del periodo di piano differenziata tra le categorie di azionisti⁵⁵.

Data la manovra finanziaria, si procede alla proiezione dei valori economici e finanziari, articolati per scenari. I valori attesi sono la sintesi dei valori previsti nei diversi scenari ponderati per la rispettiva probabilità di accadimento. Su tali valori dovrebbe fondarsi il giudizio di fattibilità del piano di ristrutturazione strategico-operativa e finanziaria in corso di negoziazione.

3.2 i possibili contesti valutativi

Il modo in cui gli esperti stimano il valore di un'azienda varia a seconda di due parametri: reversibilità del declino ed entità del dissesto. A tal proposito, Aswath Damodaran⁵⁶ individua quattro contesti valutativi:

- 1) *reversible decline and low distress*;
- 2) *irreversible decline and low distress*;
- 3) *reversible decline and high distress*;
- 4) *irreversible decline and high distress*.

Le imprese in declino tendono a condividere le seguenti caratteristiche:

1. ricavi stagnanti o in calo;
2. contrazione dei margini operativi;
3. cessioni di attività;
4. elevati payouts e riacquisti di azioni proprie;
5. oneri del debito che sono schiacciati.

Il declino è più probabile che sia reversibile se sussistono una o più delle seguenti condizioni:

- l'azienda analizzata ha una storia di alti e bassi operativi e ha già superato una fase di declino in passato;

⁵⁴ Gli *equity swaps* sono *swaps* in cui i dividendi e i guadagni in conto capitale relativi a un indice azionario vengono scambiati con un tasso di interesse fisso o variabile. Possono essere utilizzati per passare da un investimento in obbligazioni a un investimento in azioni e viceversa senza dover comprare o vendere azioni

⁵⁵ Buttignon azzerà il valore dell'equity iniziale. In caso di valore positivo dell'equity iniziale, esso sarà incluso nella manovra finanziaria. Una manovra finanziaria alternativa, che contempla l'acquisizione del controllo via acquisto del debito, è illustrata da Moyer (2012). In questo caso, il debito preesistente dovrebbe essere acquistato in tutto o in parte al prezzo negoziato nel mercato.

⁵⁶ Damodaran, Aswath, *Valuing Declining and Distressed Companies* (June 23, 2009), New York University - Stern School of Business,

- le altre aziende del settore sono, per la maggior parte, sane.
- l'azienda opera in un settore prociclico.

Il contesto valutativo di “*reversible decline and low distress*” si applica ad un’azienda che ha ricavi piatti e margini di profitto in diminuzione, ma il cui declino è reversibile. In questo caso, la valutazione deve focalizzarsi sulla gestione. Il primo passo è quello di stimare il valore dell’azienda tenendo conto della gestione esistente: risulterà un valore di status quo basso. Successivamente, supponendo che sia intervenuta una migliore gestione e che il declino si sia invertito, si procede ad una rivalutazione dell’azienda, che dovrebbe restituire un secondo valore, ottimale, molto più alto. Infine, si calcola il valore atteso, basato sullo status quo, sui valori ottimali e sulla probabilità di cambiamento della gestione.

$$\text{Expected Value} = \text{status quo value} (1 - \text{probability of management change}) + \text{optimal value}(1 - \text{probability of management change})$$

Harley Davidson è stata un esempio di azienda in condizione di “*reversible decline and low distress*”. Nel 1982 registrò una perdita di 30 milioni di dollari, ma, a dispetto delle aspettative di molti analisti, il nuovo management con un cambio di strategia riuscì a ripristinare la redditività dell’azienda.

Il contesto valutativo di “*irreversible decline and low distress*” si applica se il declino di un’impresa non può essere attribuito al suo management e se non è facilmente reversibile. In questo caso non è possibile rivalutare l’azienda supponendo miglioramenti nell’efficacia della gestione. Tuttavia, se le attività utilizzate dall’impresa possono essere utilizzate meglio da altri (in altre attività), valgono di più in caso di cessione. Dal momento che l’impresa non è sottoposta a pressioni per vendere le proprie attività per soddisfare i creditori, può liquidare le attività in modo ordinato, in attesa sia del momento migliore che del miglior offerente per ciascuna attività. Dunque, i proventi che si presume di realizzare dalla liquidazione ordinata possono fornire una stima alternativa del valore dell’impresa. In questo caso il valore atteso sarà:

$$\text{Expected Value} = \text{Maximum (Status Quo Value, Orderly Liquidation Value)}$$

Il contesto valutativo di “*reversible decline and high distress*” si applica alle imprese con un’alta probabilità di dissesto. In questo caso, occorre considerare due possibili linee d’azione. Nel primo scenario, la probabilità di dissesto viene riflessa nei flussi di cassa attesi e nei tassi di sconto, per ricavare valori *distress-adjusted*. Nel secondo scenario, i valori attesi sono calcolati come nel precedente scenario di “*reversible decline and low distress*” e la probabilità di dissesto è valutata separatamente.

L’ultimo contesto valutativo è quello di “*irreversible decline and high distress*”, che si applica quando il declino è inevitabile e irreversibile e l’impresa sta distruggendo valore. Come nel caso precedente, è necessario ricavare valori *distress-adjusted*. Tuttavia, rispetto allo scenario di declino reversibile, c’è un’importante differenza, che determina una riduzione del valore stimato per l’impresa: quello che si ricava dalla liquidazione forzata sarà inferiore.

3.3 la stima del tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione serve a determinare il valore attuale dei flussi prospettici. Poiché ad un maggiore rischio deve corrispondere un maggior tasso di attualizzazione, nel caso di valutazione di aziende in crisi il professionista deve impiegare tassi più alti che nelle valutazioni ordinarie.

Il tasso deve essere omogeneo con i flussi e quindi si devono impiegare tassi diversi per i flussi operativi (o *unlevered*) e i flussi netti (o *levered*). Per attualizzare i flussi operativi si utilizza il costo medio ponderato del capitale, ovvero la media ponderata tra il tasso di remunerazione del capitale proprio e il tasso di interesse sui debiti finanziari, mentre per i flussi netti il costo del capitale proprio.

Il costo medio ponderato del capitale (WACC) può essere rappresentato dalla seguente formula:

$$r_a = WACC = \frac{E}{E + D} r_e + \frac{D}{E + D} r_d (1 - t)$$

dove $E/E+D$ rappresenta il peso attribuito al costo del capitale proprio e $D/E+D$ il peso attribuito al costo del debito.

La stima del costo del capitale proprio è data dalla somma di due componenti:

1. il “tasso privo di rischio”, che rappresenta il tasso di interesse associato all’investimento in un’attività priva di rischio, il cui rendimento è certo. L’esperto di valutazione può riferirsi ad emissioni di obbligazioni tripla A che abbiano la stessa durata del piano di ristrutturazione⁵⁷.
2. il “premio per il rischio”, che rappresenta la remunerazione per il rischio in cui si incorre investendo in una specifica attività. Può essere stimato tramite il modello del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), che stabilisce una relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità sistemica, misurata dal beta, che è proporzionale alla covarianza tra rendimento del titolo e andamento del mercato. Il premio per il rischio è determinabile come differenza tra il rendimento atteso dalla i-esima attività e un’attività priva di rischio. Formalmente:

$$E(R_i) - R_f = \beta_i * (E(R_m) - R_f)$$

Dove: $E(R_i)$ è il rendimento atteso dell’attività i-esima; R_f è il rendimento privo di rischio; β_i è il coefficiente beta dell’attività i-esima e $E(R_m)$ è il rendimento atteso del mercato.

⁵⁷ Per l’Europa i rendimenti tripla A possono essere consultati sul sito della BCE indicando la durata desiderata.

Nel caso delle imprese *distressed*, il premio per il rischio, che è funzione del rischio specifico connesso allo stato di crisi, aumenta all'aumentare della dispersione dei risultati della valutazione e dell'incertezza che grava sulla stima (ad esempio il processo di stima è incompleto oppure le stime passate hanno mostrato un errore rispetto ai risultati a consuntivo).

Per le imprese in dissesto si pongono inoltre diversi problemi applicativi, soprattutto in riferimento agli assets esistenti e alle attività in crescita⁵⁸. Infatti quando gli analisti valutano gli assets già presenti in azienda, ovvero stimano i flussi di cassa che si presume tali assets realizzeranno e li attualizzano a un tasso di sconto corretto per il rischio, occorre considerare i seguenti due aspetti:

- a) *Earning less than cost of capital*: in molte aziende in declino, le attività esistenti hanno un rendimento inferiore al costo del capitale. La conseguenza è che l'attualizzazione dei flussi di cassa al costo del capitale restituisce un valore inferiore al capitale investito nell'impresa.
- b) *Divestiture effects*: se gli assets esistenti rendono meno del costo del capitale, sarebbe logico decidere di vendere o cedere tali attività, sperando di trovare un acquirente disposto a pagare un prezzo elevato. Ai fini della valutazione, il disinvestimento determina una distorsione nei dati (valori operativi e parametri di rischio) e rende più complicato fare previsioni. Per stimare i ricavi di un'azienda che dovrebbe cedere gran parte delle sue attività nei prossimi anni, non solo bisogna individuare le attività che verranno cedute e gli effetti della cessione sugli utili operativi, ma bisogna anche stimare i ricavi delle cessioni. Infatti quello che influisce sul valore è ciò che si aspetta di ricevere a fronte delle attività cedute. Pertanto, ciò che rende difficile la valutazione delle attività esistenti di un'impresa in declino è che il valore derivante dall'attualizzazione dei flussi di cassa potrebbe essere inferiore al valore che si ottiene dalla cessione delle attività.

Le imprese in declino ricavano poco dalle attività in crescita e pertanto la valutazione di tali attività non dovrebbe avere un impatto significativo sul valore. Sebbene ciò sia generalmente vero, secondo Damodaran, bisogna lasciare aperta la possibilità che alcune aziende in declino neghino il loro status e continuino a investire in nuovi assets, in quanto avevano un potenziale di crescita. Se queste attività rendono meno del costo del capitale, il valore aggiunto sarà negativo e il reinvestimento ridurrà il valore dell'impresa.

Quando si stima l'attivo di un'impresa in difficoltà, la valutazione dovrebbe riflettere un rendimento atteso (IRR) allineato alle richieste dei partecipanti al mercato. L'IRR è funzione dei seguenti dieci parametri⁵⁹:

⁵⁸ Damodaran, Aswath, *Valuing Declining and Distressed Companies* (June 23, 2009), New York University - Stern School of Business,

⁵⁹ BINI, M., 2019a. Le valutazioni nelle crisi e nelle situazioni di insolvenza delle imprese. *La Valutazione delle Aziende*, 1 (luglio), 44-50.

1. la struttura finanziaria dei partecipanti al mercato. Maggiore è il peso dei mezzi propri maggiore è il rendimento atteso;
2. la difficoltà di prevedere l'evoluzione futura dell'impresa e/o del suo mercato. Maggiore è la difficoltà di previsione maggiore è il rendimento richiesto dai partecipanti al mercato;
3. la dispersione dei risultati della valutazione. Maggiore è la dispersione, maggiore è il rendimento richiesto dai partecipanti al mercato;
4. l'asimmetria informativa di cui possono soffrire i partecipanti al mercato rispetto al venditore. Maggiore è l'asimmetria informativa, maggiore è il rendimento richiesto dai partecipanti al mercato;
5. l'entità della perdita in cui può incorrere l'investitore. Maggiore è la perdita, maggiore è il rendimento richiesto dai partecipanti al mercato;
6. la struttura dei costi dei partecipanti al mercato. Maggiori sono i costi legati alle attività di selezione e monitoraggio delle opportunità di investimento, maggiore è il rendimento richiesto dagli investitori
7. il tempo necessario affinché le attività o i business oggetto di cessione siano in grado di generare ritorni. Tipicamente si tratta di attività che richiedono molto tempo prima di generare cassa;
8. il tempo necessario a riportare l'impresa in condizioni di risanamento. Maggiore è il periodo, maggiore è il rendimento richiesto dai partecipanti al mercato, dal momento che un periodo prolungato espone l'investitore al rischio che l'operazione di risanamento possa non avere successo;
9. la natura fungibile o non fungibile dell'attività. La fungibilità del bene dipende dalla possibilità di destinare il bene ad un uso alternativo o di trasferirlo ad altri utilizzatori con bassi costi di transazione. Maggiore è la specificità del bene (e quindi la sua illiquidità), maggiore è il tasso di rendimento richiesto dai partecipanti al mercato.
10. l'esperienza in termini di cessioni sul mercato di aziende simili in stato di difficoltà. Minore è l'esperienza, maggiore è il rendimento richiesto dai partecipanti al mercato.

Con riferimento ai partecipanti al mercato, è possibile individuare le seguenti categorie:

- a) gli *strategic buyer* dello stesso settore in cui opera l'impresa in crisi. Sono interessati all'uso del bene nelle sue condizioni correnti e sostengono rischi inferiori;

- b) gli *strategic buyer* di altri settori. Non sono in grado di garantire il massimo e il miglior uso del bene e sostengono i rischi connessi alla conversione d'uso (al di fuori dell'uso corrente del bene, il valore ricavabile è più incerto). Inoltre, per gli operatori estranei al settore la valutazione del bene è più costosa, a causa delle asimmetrie informative;
- c) i *dealer* ed i *financial buyer*. Si tratta di partecipanti al mercato interessati alla successiva commercializzazione del bene e pertanto si assumono il rischio di non riuscire a vendere il bene nelle condizioni e nei tempi sperati.

Quando la causa della crisi è strutturale, è molto probabile che gli *strategic buyer* dello stesso settore, i quali sarebbero in grado di garantire il massimo e migliore uso del bene, non dispongano delle risorse necessarie ad acquistarlo. Ne segue che, se si riduce lo spettro delle categorie di potenziali acquirenti, si riduce anche il prezzo realizzabile dalla liquidazione.

3.4 il valore delle attività

Il valore delle attività di un'azienda può essere stimato adottando uno dei seguenti approcci:

1. sommare i valori di mercato del debito e dell'equity;
2. attualizzare i flussi di cassa attesi al costo del capitale (discounted cash flow model);
3. stimare un multiplo dei ricavi dalle aziende sane che operano nello stesso settore e applicare questo multiplo ai ricavi della società oggetto di valutazione;
4. per le imprese che hanno attività separabili negoziate singolarmente, aggregare i valori di mercato delle singole attività. Ad esempio, possiamo valutare un'azienda immobiliare in difficoltà che possiede cinque proprietà valutando separatamente ogni proprietà e poi aggregando i valori.

Ogni volta che si stima il valore di un'azienda, sarebbe opportuno considerare anche i costi del dissesto, in quanto, come precedentemente analizzato, potrebbero diventare rilevanti. Tuttavia, spesso gli analisti prendono in considerazione il dissesto soltanto ex post, sotto forma di uno sconto arbitrario (“*ridurre il valore stimato del 20-30%*”) o di una nota di avvertimento (per esempio “*the stock looks undervalued, but don't buy it because there is a chance of distress*”)⁶⁰.

Aswath Damodaran analizza e confuta cinque motivi per cui tali costi vengono trascurati nella pratica. Le prime due motivazioni sono offerte dagli analisti che ritengono che non vi sia alcuna necessità di considerarli

⁶⁰ Damodaran, Aswath, Valuing Declining and Distressed Companies (June 23, 2009), New York University - Stern School of Business,

esplicitamente, mentre le ultime tre da chi ritiene che l'attualizzazione dei flussi di cassa già incorpori l'effetto del dissesto.

1. *“Valutiamo soltanto grandi aziende quotate il cui dissesto è molto improbabile”*. Tuttavia, l'esperienza più recente ha dimostrato che anche queste aziende possono fallire. Alla fine del 2008 gli analisti discutevano apertamente della possibilità che GM e Ford non sarebbero state in grado di ripagare i loro debiti e avrebbero dichiarato bancarotta. Inoltre, pur volendo accettare la premessa, un ulteriore limite di questa argomentazione è che le imprese più piccole devono essere valutate tanto quanto quelle più grandi e per le imprese più piccole sarebbe imprudente trascurare la probabilità di dissesto.
2. *“Assumiamo che l'accesso al capitale sia illimitato”*. In altre parole, i sostenitori di questa argomentazione presumono che un'azienda con buoni investimenti abbia accesso illimitato al mercato dei capitali e possa raccogliere tutti i fondi necessari per soddisfare le proprie esigenze di finanziamento e di investimento. Pertanto, tali imprese non saranno mai costrette a cessare l'attività perché saranno sempre in grado di raccogliere capitali (probabilmente più capitale proprio che debito). Tuttavia, anche in un sistema economico orientato al mercato come quello degli Stati Uniti, raccogliere nuovo capitale può diventare difficoltoso durante una crisi finanziaria.
3. *“Il tasso di sconto riflette la probabilità del dissesto”*. Infatti imprese a più alto rischio hanno costi dell'equity, del debito e del capitale più elevati rispetto ad imprese comparabili sane. Dunque, il valore stimato per un'impresa, con una maggiore probabilità di dissesto dovrebbe essere inferiore. Tuttavia, l'aggiustamento di valore che risulta dall'utilizzo di un tasso di sconto più elevato è solo parziale. Infatti si continua a presumere che l'impresa genererà flussi di cassa per sempre, anche se il valore attuale è inferiore. In altre parole, il rischio che è la perdita di tutti i flussi di cassa futuri non sia adeguatamente catturato nel valore.
4. *“Adeguiamo i flussi di cassa previsti per la probabilità di dissesto”*. Nella pratica è però molto difficile adeguare i flussi di cassa attesi alla probabilità di default. I flussi di cassa, per essere adattati al rischio, devono essere corretti a ribasso utilizzando un equivalente certo. Un flusso di cassa equivalente certo sostituisce un flusso di cassa incerto con un flusso di cassa equivalente senza rischio⁶¹. Più incerto è il flusso di cassa, maggiore è l'aggiustamento verso il basso. Il tasso di sconto utilizzato dovrebbe essere il tasso privo di rischio e non il costo del capitale corretto per il rischio.
5. *“Assumiamo che anche in condizioni di dissesto, l'impresa sarà in grado di ricevere il valore attuale dei flussi di cassa attesi dalle sue attività, come proventi della cessione”*. Il problema, dal punto di vista del DCF, non è che l'impresa cessi di esistere, ma che tutti i flussi di cassa a partire da quel momento vadano persi. Alcuni analisti sostengono che, se fosse possibile vendere l'impresa al miglior offerente per un valore uguale al valore attuale dei flussi di cassa futuri attesi, non sarebbe necessario considerare il dissesto esplicitamente. Si tratta di un'assunzione molto forte perché non soltanto si

⁶¹ Ad esempio, un flusso di cassa previsto di \$ 125 milioni sarà sostituito da un flusso di cassa privo di rischio di \$ 100 milioni.

suppone che un'impresa in difficoltà abbia il potere contrattuale di vendere i suoi beni al *fair value*, ma si suppone anche che possa farlo, oltre che con attività in essere (investimenti e prodotti già realizzati), anche con attività di crescita (prodotti avrebbe potuto produrre in futuro).

Tra le varie declinazioni operative del DCF, Buttignon suggerisce l'approccio dell'APV (Adjusted Present Value), che assume che gli asset siano finanziati con capitale proprio, calcolando separatamente il valore dello scudo fiscale del debito. Seguendo tale approccio, il valore dell'azienda è stimato partendo dal valore dell'azienda non indebitata, attualizzando il flusso di cassa operativo atteso al costo del capitale *unlevered*. Per la stima del capitale *unlevered* si fa riferimento al modello del CAPM, dove il coefficiente di rischio sistematico, il beta, dovrebbe riflettere anche la condizione di declino dell'azienda, con valore superiore a quello medio di imprese comparabili sane. Bravo (2019) ha stimato il beta *unlevered* lungo il ciclo di vita delle imprese, classificando le imprese quotate in USA in base al ciclo di vita all'interno di diversi portafogli. Per quelle in declino il beta medio è pari a 1,37 rispetto ad un beta di 0,83 per le imprese mature, 0,99 per quelle in via di sviluppo e 1,35 per quelle in fase introduttiva. Il premio è rispettivamente del 65%, 38% e 2%. Il procedimento suggerito da Buttignon è quindi quello di partire dal beta *unlevered* di imprese comparabili quotate, per poi stimare un fattore moltiplicativo connesso alla condizione di declino dell'azienda, tanto più elevato quanto più grave sia la dimensione economica della crisi, rispetto a quella finanziaria. L'approccio dell'APV consente di prestare maggiore attenzione al costo e alla probabilità di dissesto.

In alternativa, si potrebbe utilizzare l'approccio di attualizzazione via WACC, tuttavia questo richiede di ipotizzare una struttura finanziaria predefinita costante, difficile da stimare per l'impresa *distressed*.

Per stimare il *terminal value*, occorre innanzitutto stimare il tasso di crescita che l'azienda può sostenere per sempre, considerando che quest'ultimo non può eccedere il tasso di crescita dell'economia, con il tasso *risk free* che funge da *proxy*. Quando si valuta un'impresa *distressed*, bisogna considerare la possibilità che questa non riuscirà a raggiungere una crescita stabile; molte imprese in difficoltà falliranno e saranno liquidate. Anche qualora si prevedesse che l'impresa sopravviva fino a raggiungere lo stato stazionario, il tasso di crescita atteso in perpetuo non sarà solo ben al di sotto del tasso di crescita dell'economia e dell'inflazione, ma in alcuni casi può anche essere negativo. In altre parole, l'azienda continuerà ad esistere, diventando sempre più piccola, man mano che la sua quota di mercato si riduce.

Il valore dell'attivo può essere calcolato anche adottando l'approccio dei multipli di mercato. Come prima cosa, gli analisti devono selezionare un gruppo di aziende ritenute paragonabili all'azienda oggetto di valutazione. Di solito si tratta di aziende concorrenti. A questo punto, occorre standardizzare i prezzi calcolando un multiplo ed esaminare come l'azienda oggetto di valutazione si misura con i multipli selezionati, rispetto alle imprese comparabili. Tipicamente gli esperti di valutazione selezionano uno dei seguenti multipli:

- Il multiplo *price /earnings* che esprime il rapporto tra il prezzo di mercato dell'azione di una società e gli utili per azione.
- Il multiplo *price/ book value* che esprime il rapporto tra il prezzo di mercato di un'azione e il valore del capitale proprio della società risultante dal bilancio per azione.
- Il multiplo *enterprise value to sales* che è dato dal rapporto tra il valore di una società e il suo fatturato. Questo multiplo di mercato è usato, in genere, abbinato ad altri multipli oppure quando una società non ha generato profitti. A seconda del livello di indebitamento della società, due sono le modalità di calcolo di *Enterprise Value* (EV):
 - i. nel caso di società indebitate: $EV = \text{capitalizzazione di borsa} + \text{indebitamento netto}$;
 - ii. nel caso di società non indebitate: $EV = \text{capitalizzazione di mercato} - \text{liquidità netta}$.
- Il multiplo *enterprise value to EBITDA* è dato dal rapporto tra il valore di una società e il margine operativo lordo (EBITDA). Rispetto a EV/EBIT, EV/EBITDA non è influenzato dalla politica di bilancio della società; ciò permette un confronto più corretto tra società diverse. L'*Enterprise Value* si calcola sempre seguendo una delle due modalità descritte al punto precedente.

Anche se questo metodo di valutazione si caratterizza per semplicità d'uso e rapidità, può comportare un alto grado di soggettività. Inoltre funziona solo se molte imprese di un settore versano contemporaneamente in una situazione di dissesto. Damodaran suggerisce come soluzione, per espandere l'applicazione di questo approccio, di guardare alle imprese in difficoltà in tutto il mercato e non solo nel settore in cui l'azienda opera.

Nella valutazione delle imprese in condizioni di dissesto, il valore di continuità delle attività deve essere sempre confrontato con il loro valore di liquidazione. Il valore di liquidazione rappresenta l'importo netto che può essere realizzato in ipotesi di cessazione dell'attività aziendale e di conseguente cessione delle singole componenti del patrimonio. La liquidazione può essere "volontaria" o "forzata". Mentre il valore di liquidazione forzata corrisponde al valore di realizzo di un'attività o di un insieme di attività ottenibile nel minor tempo possibile in una situazione in cui il venditore sia costretto a vendere; il valore di liquidazione ordinaria è il valore di realizzo di un'attività ottenibile in un periodo di tempo ragionevole per il miglior recupero delle somme investite.

Una prima criticità nella stima del valore di liquidazione è, secondo Aswath Damodaran, l'eccessiva dipendenza dal valore contabile delle attività. Per Damodaran, infatti, il valore contabile non fornisce una buona misura del valore di liquidazione, proprio per ragioni intrinseche alla natura delle imprese *distressed*: se queste imprese hanno attività esistenti che rendono molto meno del costo del capitale, il loro *intrinsic value* dovrebbe essere nettamente inferiore al valore contabile.

Inoltre i partecipanti al mercato in caso di liquidazione accelerata o forzata possono essere diversi dai partecipanti al mercato in caso di vendita ordinata. Un caso particolare è rappresentato dai *vulture investors*,

fondi che investono a basso prezzo in imprese *distressed* al fine di raccogliere notevoli guadagni al riemergere dell'impresa dallo stato di insolvenza.

3.5 il valore del debito

Il costo del debito aumenta all'aumentare della probabilità di default. Quando un'impresa subisce un *downgrading*, ovvero peggiora la valutazione del suo merito creditizio, il premio per il rischio aumenta e l'emittente dovrà remunerare con un tasso di interesse più alto gli acquirenti delle future obbligazioni. Le imprese in difficoltà hanno strutture di debito molto complesse (obbligazioni convertibili, callable o con caratteristiche speciali richieste dai creditori come garanzia) e sono spesso in procinto di negoziare il debito con i creditori, per convincerli a modificare le condizioni del finanziamento e, in alcuni casi, a convertire i loro crediti in azioni. Di conseguenza, il valore del debito può cambiare drasticamente di giorno in giorno, influenzando anche il valore dell'equity. Pertanto, quando si stima il valore del debito, l'esperto dovrebbe⁶²:

- cercare di ottenere una stima aggiornata del debito in essere. Ciò può essere particolarmente difficile quando le negoziazioni, fra azienda e prestatori di fondi, sono riservate;
- aggiornare frequentemente la stima del valore del debito, poiché il rischio di default per le imprese in difficoltà può variare di molto da un periodo all'altro. Non è mai opportuno che le imprese in difficoltà utilizzino il valore contabile del debito come indicatore del suo valore di mercato. Infatti, se il debito è stato emesso e registrato in bilancio quando l'impresa era ancora sana, quando il rischio di default aumenta, il valore di mercato del debito sarà inferiore rispetto al suo valore contabile.
- di fronte al debito convertibile, rimuovere l'opzione di convertibilità e trattarlo come capitale proprio.

Applicando l'approccio del DCF, il valore del debito dipende dai flussi di cassa ad esso associati (*cash flow to debt*, CFD), distinti per classe di debito. Si parte dal debito a più elevato livello di seniority (*DIP financing*) e si proiettano i flussi di cassa previsti nei diversi scenari, a cui si aggiungono quelli derivanti dalla potenziale liquidazione degli *asset*. Il valore del debito è dato dal valore attuale dei CFD attesi al costo del capitale, stimato con il CAPM⁶³. A partire dai CFD previsti può essere calcolato il premio per il rischio di default da applicare a tali flussi. Il valore del DIP risulta più elevato del valore nominale, poiché il tasso di remunerazione previsto sul DIP è più alto del costo del capitale. L'opzione di liquidazione impatta sul valore del debito senior, mentre non impatta sul debito junior.

In alternativa, Aswath Damodaran propone di stimare il valore del debito utilizzando l'approccio di *option pricing*. Tuttavia, poiché il debito per la maggior parte delle imprese è rappresentato da diverse tipologie di finanziamenti, ciascuno con durata diversa e non di tipo zero-coupon bond, mentre il modello di

⁶² Damodaran, Aswath, *Valuing Declining and Distressed Companies* (June 23, 2009), New York University - Stern School of Business,

⁶³ Il valore del Beta del debito può essere ricavato da indicazioni relative a titoli con basso livello di rating (Buttignon, 2019)

determinazione del prezzo delle opzioni consente un solo input fino a scadenza, occorre convertire le diverse obbligazioni in un'obbligazione zero coupon equivalente:

- Una soluzione, che tiene conto sia dei pagamenti delle cedole sia della scadenza delle obbligazioni, consiste nello stimare la *duration* di ciascun titolo e nel calcolare una media ponderata per il valore nominale delle duration delle diverse obbligazioni. Il valore così calcolato viene utilizzato come misura della scadenza dell'opzione.
- Un'approssimazione è quella di convertire la maturity ponderata per il valore nominale del debito nella maturity dell'obbligazione zero coupon.

Quando un'impresa in difficoltà ha più di un debito insoluto, per calcolare il valore nominale del debito, l'esperto può scegliere tra⁶⁴:

- a) sommare il capitale dovuto su tutto il debito della società e considerarlo come il valore nominale dello zero coupon bond che si ipotizza la società abbia emesso. La limitazione di questo approccio è che sottostima ciò che l'impresa dovrà veramente pagare per tutta la durata del debito (pagamenti di cedole e interessi);
- b) sommare i pagamenti degli interessi e delle cedole previsti sul debito ai pagamenti della quota capitale, per ricavare un valore nominale cumulativo del debito. Poiché i pagamenti degli interessi si verificano già nei primi anni, mentre i pagamenti della quota capitale sono dovuti solo quando il debito arriva a scadenza, in questo modo si mescolano temporalmente i flussi di cassa. Questo è, tuttavia, l'approccio più semplice per trattare i pagamenti di interessi intermedi.
- c) considerare solo il capitale dovuto a scadenza come valore nominale del debito, mentre i pagamenti degli interessi ogni anno, in percentuale del valore dell'impresa, possono sostituire il *dividend yield* nel modello di *option pricing*. In effetti, per ogni anno che l'azienda rimane in essere, il valore dell'impresa si riduce dei pagamenti previsti sul debito.

3.6 il valore dell'equity

La stima del valore dell'equity basata sul *discounted cash flow model* può avvenire secondo due metodologie:

1. in modo diretto, attualizzando i flussi di cassa disponibili per l'azionista ad un tasso pari al costo del capitale proprio (K_E);
2. in modo indiretto, come differenza tra il valore di mercato dell'attivo e il valore di mercato del debito.

⁶⁴ Damodaran, Aswath, *Valuing Declining and Distressed Companies* (June 23, 2009), New York University - Stern School of Business.

Inoltre, il valore dell'equity può essere calcolato adottando il modello di *option pricing*⁶⁵. In particolare, per le imprese con un debito considerevole e un potenziale significativo di fallimento, il valore dell'equity calcolato con il modello di *option pricing* può essere superiore a quello stimato attualizzandone il flusso di cassa.

Un'opzione è un contratto derivato che consente al detentore di poter esercitare un diritto di acquisto (*call*) o di vendita (*put*) di un'attività sottostante ad un prezzo prefissato (*strike price*) fino ad una certa data (opzione americana) o entro una certa data (opzione europea).

Per comprendere come sia possibile applicare un modello sviluppato per prezzare le opzioni alla valutazione del patrimonio netto, occorre far riferimento a due proprietà dell'equity:

- liquidazione della posizione e *residual claimant*. Gli azionisti possono decidere in qualsiasi momento di liquidare gli assets dell'impresa e hanno diritto ad ottenere tutte le attività e tutti i redditi che residuano dopo che ogni altro creditore è stato soddisfatto.
- responsabilità limitata. Se il valore dell'impresa è inferiore al valore del debito in essere, gli azionisti non possono perdere più del loro investimento nell'impresa.

Questi due aspetti consentono all'equity di avere le caratteristiche di un'opzione call sull'impresa. Nello specifico, i parametri dell'equity come opzione call sono:

- lo strike price è il valore nominale del debito;
- il valore dell'attività sottostante corrisponde al valore dell'impresa;
- la vita residua dell'opzione è la maturity del debito zero coupon;
- la varianza del valore dell'asset sottostante è la varianza del valore dell'impresa;
- per il tasso privo di rischio si considera un titolo di stato con scadenza corrispondente alla vita dell'opzione.

Gli azionisti eserciteranno l'opzione se il valore dell'impresa è maggiore del valore del debito. Il payoff per gli azionisti in caso di liquidazione può quindi essere scritto come:

$$\text{Payoff al capitale proprio in caso di liquidazione} = V - D \text{ se } V > D$$

$$= 0 \text{ se } V \leq D$$

dove V indica il valore di liquidazione dell'impresa e D il valore nominale del debito in essere. L'esercizio dell'opzione richiede la liquidazione dell'impresa e il pagamento del valore nominale del debito

⁶⁵ Damodaran, Aswath, *Valuing Declining and Distressed Companies* (June 23, 2009), New York University - Stern School of Business.

(corrispondente al prezzo di esercizio). L'impresa è l'attività sottostante e l'opzione scade quando il debito giunge a scadenza.

La formula Black-Scholes-Merton per la valutazione dell'opzione call è la seguente:

$$\text{value of the call} = S_0 N(d_1) - Ke^{-rT} N(d_2)$$

dove S_0 è il prezzo dell'attività sottostante al tempo zero, K è il prezzo di esercizio, r è il tasso di interesse privo di rischio e T è la vita residua dell'opzione⁶⁶.

Damodaran segnala che il modello di *option pricing* consente di ottenere per l'impresa una probabilità di default neutrale al rischio⁶⁷. La valutazione neutrale verso il rischio trae origine dall'equazione differenziale del modello di Black-Scholes, in cui non figurano variabili influenzate dalla propensione al rischio degli investitori. Nel modello di Black-Scholes è possibile stimare la probabilità di default neutrale al rischio a partire da $N(d_2)$, che rappresenta la probabilità che l'opzione call venga esercitata, ovvero la probabilità che il valore dell'attivo superi il valore nominale del debito.

$$\text{Risk-neutral probability of default} = 1 - N(d_2)$$

Quando il capitale proprio di un'impresa assume le caratteristiche di un'opzione call, per Damodaran occorre considerare una serie di potenziali implicazioni per i suoi azionisti e obbligazionisti.

Seguendo l'approccio del DCF, il patrimonio netto non ha valore se il valore dell'impresa è inferiore a quello del debito. La prima implicazione che deriva dal considerare l'equity un'opzione call è che il capitale proprio conserva valore, anche se il valore dell'impresa scende ben al di sotto del valore nominale del debito in essere. Le opzioni call *deep out-of-the-money* hanno valore per la possibilità che il valore del sottostante possa aumentare al di sopra dello *strike price* durante la vita residua dell'opzione. Analogamente l'equity ha valore perché incorpora il *time premium*, ovvero la possibilità che il valore dell'azienda (attività sottostante) possa superare il valore nominale del debito (*strike price*) prima che giunga a scadenza.

In secondo luogo, quando si adotta il modello del flusso di cassa attualizzato, un aumento del rischio dell'impresa (misurato dalla volatilità del suo valore) si traduce sempre in un valore inferiore per gli azionisti⁶⁸. Quando si valuta l'equity come un'opzione call, questa relazione non vale più: tutte le volte che si intraprendono strategie che determinano un aumento della varianza del valore dell'attivo, a parità di

⁶⁶ J.Hull, E. Barone, Opzioni, futures e altri derivati, Pearson, 2018,354-355

⁶⁷ Damodaran, Aswath, Valuing Declining and Distressed Companies (June 23, 2009), New York University - Stern School of Business.

⁶⁸ Il valore del capitale proprio è una funzione della varianza del valore dell'impresa.

condizioni, si verifica un aumento del valore della call (e quindi dell'equity). Infatti, in ragione del principio della responsabilità limitata, un aumento della volatilità può solo aumentare la probabilità di guadagni maggiori, ma non di perdite maggiori.

L'applicazione del modello di *option pricing* alla valutazione dell'equity si fonda sulle seguenti assunzioni:

- 1) ci sono solo due tipi di portatori di interessi: obbligazionisti e azionisti;
- 2) c'è stata soltanto un'emissione di debito;
- 3) il titolo di debito è uno zero coupon bond;
- 4) il valore dell'impresa e la sua varianza possono essere stimati.

Damodaran spiega che ogni assunzione è stata fatta per una ragione:

- 1) Restringere il cerchio dei portatori di interessi solo ad obbligazionisti e azionisti semplifica la trattazione del problema.
- 2) Assumere che l'impresa abbia emesso soltanto un titolo di debito, senza cedole e che può essere ritirato al valore nominale in qualunque momento prima della scadenza, permette di allineare le caratteristiche del debito a quelle dello *strike price* di un'opzione.
- 3) Quando il titolo presenta una struttura con cedole o quando è in sospeso più di un'emissione di debito, gli azionisti potrebbero essere costretti a esercitare l'opzione, quindi a liquidare l'impresa, in occasione delle date di pagamento delle cedole, se non dispongono dei flussi necessari.
- 4) Conoscere il valore dell'impresa e la sua varianza rende possibile definire il prezzo delle opzioni⁶⁹.

Se le obbligazioni dell'impresa sono quotate, il valore del capitale proprio può essere ottenuto molto più direttamente, sottraendo il valore di mercato del debito dal valore dell'impresa. Il modello di *option pricing* per valutazione del patrimonio netto presenta tuttavia dei vantaggi, in particolare quando il debito di un'impresa non è quotato o quando il debito è negoziato pubblicamente, ma le obbligazioni non sono valutate

⁶⁹ Analiticamente la varianza del valore dell'impresa si calcola:

$$Var(V) = \left(\frac{D}{D+E}\right)^2 Var(D) + \left(\frac{E}{D+E}\right)^2 Var(E) + 2\left(\frac{D}{D+E}\right)\left(\frac{E}{D+E}\right) Cov(D, E) =$$

$$\left(\frac{D}{D+E}\right)^2 Var(D) + \left(\frac{E}{D+E}\right)^2 Var(E) + 2\left(\frac{D}{D+E}\right)\left(\frac{E}{D+E}\right) \rho_{D,E} \sigma_D \sigma_E$$

Con $\sigma_V = \sqrt{Var(V)}$

correttamente. Infine, mettere in relazione i valori del debito e dell'equity con la varianza del valore dell'impresa fornisce spunti interessanti sugli effetti redistributivi dei progetti intrapresi dall'impresa⁷⁰. Ad ogni modo, resta fondamentale, quando si applica alla valutazione d'azienda un modello che fa riferimento a strumenti finanziari derivati, non perdere la prospettiva imprenditoriale, dal momento che gli stessi ragionamenti, benché validi per un titolo, potrebbero sortire effetti diversi se applicati in una logica corporate.

CAPITOLO 4

IL GRUPPO A.S. ROMA

Al fine di rendere la trattazione dell'argomento quanto più esaustiva possibile, il presente capitolo propone un esempio applicativo per due degli indici del sistema d'allerta: il patrimonio netto negativo e il DSCR. A tal fine, sarà analizzata la Relazione finanziaria per il semestre chiuso al 31 dicembre 2019 del Gruppo A.S. Roma, approvata il 28 febbraio 2020.

Il perimetro di consolidamento comprende le seguenti società: la capogruppo A.S. Roma S.p.a. e le controllate Soccer SAS, ASR Media and Sponsorship S.p.A. e Roma Studio S.r.l..

Soccer SAS è stata costituita nel 2007, mediante conferimento da parte di AS Roma del ramo d'azienda dedicato alle attività di merchandising, marketing e sponsorizzazioni sportive. ASR Media and Sponsorship S.p.A., costituita nel 2014, è responsabile dello sfruttamento e della gestione dei marchi AS Roma e delle attività cosiddette “media”, che sono state separate dalla gestione del core business della Società (organizzazione e disputa delle partite di calcio). Infine, Roma Studio è stata costituita nel 2018, mediante il conferimento da parte di AS Roma del ramo d'azienda dedicato alle autorizzazioni e ai contratti per la tele-radiodiffusione.

Il Capitale sociale sottoscritto e versato alla data della presente Relazione è pari a € 93.942.205,19, costituito da n. 628.882.320 azioni ordinarie quotate presso il Mercato Telematico Azionario (segmento Standard Classe 1) di Borsa Italiana. Alla data della presente Relazione la quotazione del titolo A.S. Roma è attestata a 0,40 euro, mentre la quotazione rilevata all'inizio dell'esercizio era pari a 0,50 euro.

Al 31 dicembre 2019 il gruppo ha registrato una perdita pari a 87 milioni di euro, rispetto all'utile di 1,7 milioni nel primo semestre dell'esercizio precedente.

⁷⁰ Per la trattazione del conflitto di interessi tra azionisti e obbligazionisti con riferimento al fenomeno dell'*over-investment* si rimanda al paragrafo 1.4.1

€/000	primo semestre		variazioni
	2019-2020	2018-2019	
totale ricavi	94.641	134.814	-40.173
costi	-123.907	-136.074	12.167
EBITDA esclusa gestione operativa calciatori	-29.266	-1.260	-28.006
ricavi netti da gestione operativa calciatori	16.983	66.333	-49.350
EBITDA inclusa gestione operativa calciatori	-12.283	65.073	-77.356
ammortamenti e svalutazioni	-51.101	-43.553	-7.548
accantonamenti per rischi	-1.000	-335	-665
oneri finanziari netti	-22.010	-14.288	-7.722
risultato prima delle imposte	-86.394	6.897	-93.291
imposte del periodo	-900	-5.313	4.413
perdita/utile consolidata	-87.294	1.584	-88.878
perdita/utile di terzi	-327	-84	-243
perdita/utile di gruppo AS Roma	-86.967	1.668	-88.635

Alla stessa data, il patrimonio netto consolidato è negativo per 135,7 milioni di euro, in peggioramento di 8,2 milioni di euro rispetto al 30 giugno 2019.

€/000	31/12/2019	30/06/2019	variazioni
capitale sociale	93.942	93.942	0
riserva sovrapprezzo azioni	0	0	0
riserva legale	0	0	0
riserva azionisti c/aumento di capitale	79.080	0	79.080
riserva FTA	-85.933	-85.933	0
riserve perdite attuariali	-1.455	-1.455	0
riserve copertura perdite infrannuali	3.394	23.393	-19.999
perdite portate a nuovo	-136.846	-132.550	-4.296
perdita di periodo	-86.966	-24.294	-62.672
patrimonio netto del gruppo	-134.784	-126.897	-7.887
patrimonio di terzi	-882	-555	-327
totale patrimonio netto	-135.666	-127.452	-8.214

Seguendo lo schema gerarchico elaborato dal CNDCEC, il patrimonio netto negativo è il primo indice che può far ragionevolmente presumere la sussistenza dello stato di crisi. Ad ogni modo, il fatto che il patrimonio netto sia diventato negativo può essere superato da una ricapitalizzazione. In data 28 ottobre 2019, l'Assemblea straordinaria degli Azionisti della A.S. Roma S.p.A. ha approvato la proposta di aumento del capitale sociale per un ammontare pari a 150 milioni di euro, mediante emissione di azioni ordinarie della società⁷¹. Inoltre, il patrimonio netto separato di A.S. Roma S.p.A. al 31 dicembre 2019 risulta positivo per 15,2 milioni di euro, con una variazione positiva di 5 milioni rispetto al 30 giugno 2019.

⁷¹ L'Assemblea ha fissato al 31 dicembre 2020 il termine ultimo per dare esecuzione all'aumento di capitale e ha stabilito, ai sensi dell'art. 2439, comma 2, del Codice Civile, che ove non integralmente sottoscritto si intenderà limitato all'importo risultante dalle sottoscrizioni effettuate entro tale termine.

Al 31 dicembre 2019 l'indebitamento finanziario risulta pari a 281,4 milioni di euro (255,450 milioni di euro al 30 giugno 2019) e si compone di una parte corrente, pari a 17 milioni di euro, e di debiti con scadenza oltre i 12 mesi, pari a 264,4 milioni di euro.

€/000	31/12/2019	30/06/2019	variazioni
finanziamenti a medio lungo termine	264.399	211.819	52.580
finanziamenti a breve termine	17.013	43.631	-26.618
indebitamento finanziario	281.412	255.450	25.962

Per il calcolo del secondo indice, il DSCR a sei mesi, applichiamo la seguente formula:

$$\frac{\text{flusso di cassa operativo dei prossimi 6 mesi}}{\text{debiti in scadenza nei prossimi 6 mesi}}$$

Il calcolo del flusso di cassa operativo è riportato di seguito:

€/000	
perdita/utile di Gruppo AS Roma	-86.967
ammortamenti e svalutazioni	51.101
accantonamenti per rischi	1.000
oneri finanziari netti	22.010
investimenti	27.663
variazione crediti correnti	17.907
variazione debiti correnti	-6.765
variazione delle rimanenze	145
FCFO	26.094

Il denominatore è dato dalla somma della quota capitale e della quota interesse.

debito	capitale	interesse	totale
debito in scadenza nei prossimi sei mesi	8.500	4,50%	8882,5

Il DSCR= 26094/8882,5= 2,9

Il DSCR poiché assume un valore superiore ad 1 denota la capacità del Gruppo di sostenere i debiti su un orizzonte di sei mesi.

CONCLUSIONI

Il fenomeno della crisi di impresa è quanto mai attuale in un momento storico come quello che stiamo vivendo a causa dell'emergenza coronavirus e che presenta sfide cruciali per la tenuta dell'economia. Il lockdown, a cui l'Italia è stata costretta dal 10 marzo al 3 giugno 2020, ha segnato profondamente il nostro tessuto produttivo e imprenditoriale, con effetti ancora più allarmanti per le PMI.

Si tratta di una crisi senza precedenti nella storia recente: esogena (shock sanitario) e sistemica, che coinvolge tanto il lato dell'offerta quanto quello della domanda (potere d'acquisto e reddito delle famiglie in calo). Tra le imprese emerge una forte e diffusa revisione al ribasso dei piani di investimento, a causa della forte incertezza delle prospettive economiche. L'incertezza riguarda l'evoluzione della pandemia, ma anche gli effetti sulle abitudini di consumo e le possibili conseguenze, nel medio-lungo termine, per l'organizzazione della società e dell'attività produttiva. Anche l'offerta dovrà essere riqualificata per soddisfare le mutate esigenze dei consumatori.

Il crollo delle vendite ha eroso i margini di redditività delle imprese. Circa il 46% delle 3.500 aziende intervistate nell'ambito dell'*Indagine straordinaria sugli effetti del coronavirus*, condotta da Bankitalia nel mese di maggio, prevede per il primo semestre del 2020 una riduzione del fatturato pari o superiore al 30% rispetto al 2019; la quota è più elevata per le imprese di minore dimensione. Nel periodo marzo-luglio 2020 il fabbisogno complessivo di liquidità sarebbe pari a 50 miliardi.

Secondo le valutazioni della Commissione Europea il calo dell'attività produttiva nell'area dell'euro sarebbe prossimo all'8 per cento. La Banca d'Italia ha effettuato un'analisi di scenario per l'economia italiana basata su ipotesi alternative in merito alla durata, all'estensione dell'epidemia, alle ricadute sull'economia globale e all'intensità del deterioramento delle condizioni finanziarie. Nello scenario di base la flessione dell'attività produttiva nel 2020 sarebbe pari al 9 per cento e nel 2021 il PIL recupererebbe circa metà della caduta. In un secondo scenario basato su ipotesi più negative, anche se non estreme, il PIL si ridurrebbe del 13% nel 2020 e la ripresa nel 2021 sarebbe molto più lenta.

La Banca d'Italia ha inoltre stimato che, in assenza di interventi pubblici e a fronte di un'ipotetica riduzione del PIL del 10%, il numero dei fallimenti potrebbe crescere fino a 14.000 nel 2020, a fronte degli 11.000 nel 2019. Inoltre il numero delle società di capitali in situazione di probabile insolvenza potrebbe superare le 80.000 unità (il 13% del totale), contro le 50.000 nel 2018.

Il 29 maggio 2020 il Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco, in occasione della presentazione della Relazione annuale sul 2019, ha dichiarato: "la propagazione del virus ha avuto molte ripercussioni finanziarie con un calo repentino della liquidità dei mercati; sono crollate le quotazioni del petrolio, delle azioni e delle obbligazioni di società con merito di credito meno elevato. Molto dipenderà dalla dimensione e dall'efficacia

delle politiche di sostegno, dall'andamento della fiducia delle famiglie e delle imprese. [...] Siamo pronti a mettere a disposizione tutti gli strumenti per garantire che tutti i settori dell'economia possano beneficiare di condizioni di finanziamento accomodanti e di un'ampia disponibilità di fondi. [...] Tuttavia, come il distanziamento sociale appiattisce la curva dei contagi senza eliminare il virus, così le misure di sostegno contribuiscono a diluire nel tempo ed attutire le conseguenze della crisi senza eliminarne le cause.”

Le istituzioni europee hanno reso più flessibile l'utilizzo dei fondi strutturali e la normativa sugli aiuti di stato. Il decreto Rilancio ha previsto trasferimenti a fondo perduto per le imprese di minori dimensioni che hanno subito un drastico calo del fatturato. A sostegno della liquidità è stata data la possibilità di usufruire di moratorie ex lege sui finanziamenti in essere, alle quali si aggiungono quelle attuate mediante accordi volontari. Alla metà del mese di maggio le banche hanno ricevuto 2,4 milioni di richieste per un totale di poco meno di 250 miliardi, di questi l'84% è stato accolto e il 2% è stato respinto, mentre la quota rimanente è in corso di esame. Le difficoltà che determinano i ritardi nell'erogazione dei prestiti derivano da una molteplicità di cause:

- la mole di domanda è stata ed è eccezionale;
- problemi di natura organizzativa;
- differenza tra gli intermediari nelle dotazioni informatiche (gli intermediari finanziari più grandi sono stati capaci di una maggiore velocità di risposta);
- i processi per attuare le misure sono complessi e coinvolgono numerosi soggetti.

Secondo il giudizio della Banca d'Italia, le condizioni finanziarie delle banche e delle imprese sono comunque migliori oggi che nel 2007. Alla fine del 2019 il debito delle imprese italiane era pari al 68 % del PIL, contro il 108 dell'area dell'euro. Per le banche, il rapporto tra capitale di qualità primaria e l'attivo ponderato per i rischi è aumentato dal 7,1 per cento del 2007 al 13,9 dello scorso dicembre. Pertanto il sistema bancario oggi dovrebbe essere in grado di sostenere le ingenti esigenze di liquidità delle famiglie e delle imprese, ma, finita la pandemia, il livello di debito privato sarà molto più alto.

Rispetto alla media dell'area dell'euro le imprese italiane rimangono caratterizzate da una maggiore incidenza dei debiti bancari sul totale dei debiti finanziari, tuttavia la partecipazione al mercato obbligazionario è cresciuta nel 2019: le emissioni lorde sono state complessivamente pari a 47,7 miliardi, un ammontare di 12,5 miliardi superiore ai collocamenti medi degli anni 2014- 2018 e la durata media dei titoli all'emissione si è allungata a circa nove anni. Il numero delle nuove quotazioni di società non finanziarie è cresciuto e nel 2019 sono state realizzate 33 operazioni (la media del periodo 2013-2018 è stata di 22). Infine secondo i dati diffusi da Invest Europe/EDC, nel 2019 le società di venture capital hanno investito nelle imprese italiane 244 milioni, il doppio rispetto alla media del triennio precedente. Si è trattato soprattutto di investimenti destinati a

finanziare la crescita di aziende nelle fasi più avanzate di attività (*later stage*)⁷². Nonostante i dati positivi del 2019, tra gennaio e aprile 2020 le emissioni obbligazionarie sono diventate più costose, in particolare per gli emittenti con basso rating.

La crisi attuale sta facendo quindi emergere la necessità di rivolgersi a prestatori di fondi diversi da quelli tradizionali. Questo vale in modo particolare per le imprese più piccole, che hanno vincoli finanziari più stringenti a causa di un accesso più ristretto al mercato dei capitali e di una minore capacità di autofinanziamento. L'associazione ItaliaFintech negli ultimi 5 mesi ha erogato prestiti per 412,3 milioni alle PMI⁷³. Lo stesso decreto Rilancio ha disposto l'aumento della detrazione fiscale, dal 30% al 50%, per chi investe in startup e PMI innovative italiane. La detrazione d'imposta del 50%, riservata esclusivamente alle persone fisiche, potrà essere applicata per investimenti fino a 100 mila euro e l'investimento dovrà essere mantenuto per almeno tre anni. L'Italia è stato il primo Paese in Europa a dotarsi di una normativa specifica e organica relativa al solo *equity crowdfunding*. Si tratta di uno strumento nato per favorire lo sviluppo delle start-up innovative attraverso regole e modalità di finanziamento in grado di sfruttare le potenzialità di internet. In particolare, si parla di *equity-based crowdfunding* quando tramite l'investimento online si acquista un titolo di partecipazione in una società. Tra i portali online che si occupano di *equity crowdfunding* e che sono sottoposti alla vigilanza della Consob c'è anche *CrowdFundMe*, quotato sul segmento AIM di Borsa Italiana.

Da ultimo, gli effetti della pandemia pongono un'importante sfida anche per gli esperti di valutazione, ai quali sarà richiesto di riflettere nella stima del valore dell'impresa il carattere di contingenza ed eccezionalità della situazione attuale. Inoltre non è detto che lo stesso Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza non subisca delle modifiche da qui alla sua entrata in vigore, prevista per il 1° settembre 2021.

⁷² Tutti i dati sono stati tratti dalla Relazione Annuale sul 2019 della Banca D'Italia, 29 maggio 2020.

⁷³ Corriere della Sera 5 giugno 2020

Bibliografia

- Bini, M., 2019a. Le valutazioni nelle crisi e nelle situazioni di insolvenza delle imprese. *La Valutazione delle Aziende*, 1 (luglio)
- CNDCEC – SIDREA, 2016a., Linee guida per la valutazione di aziende in crisi
- Buttignon, F., 2019a. La valutazione delle imprese in crisi finanziaria. *La Valutazione delle Aziende*, 2 (dicembre)
- Brealey R.A., Myers S.C., Allen F., Sandri S., *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, 2015
- J.N. Warner, “Bankruptcy Costs: Some Evidence”, *Journal of Finance*, n.26, 337-348, 1977
- Weiss L.A., “Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims” in *Journal of Financial Economics*, n.27, pp.285-314, 1990
- Altman E.I., “A Further Investigation of Bankruptcy Cost Question”, in *Journal of Finance*, n.39, pp. 1067-1089, 1984
- Franks J. e Sussman O., “Financial Distress and Bank Restructuring of Small to Medium Size UK Companies”, in *Review of Finance*, n.9, pp. 65-96, 2005
- Karin Thornburg, “Bankruptcy Auctions: Costs, Debt Recovery and Firm Survival”, in *Journal of Financial Economics*, n. 58, pp. 337-368, 2000
- Barontini R., *Costi del fallimento e gestione della crisi nelle procedure concorsuali*, 1997
- Caprio L., *Gli strumenti per la gestione delle crisi finanziarie in Italia: un’analisi economica*, in *Studi e ricerche del Mediocredito Lombardo*, pp. 81-210, 1997
- D’Urso L., *Un’agenda di politica economica per la giustizia civile*, noisefromamerika.org, 14 gennaio 2013
- Buonocore V., Sandulli M., *Manuale di Diritto Commerciale*, G. Giappichelli Editore, pp.1173-1175,2017
- Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*, G. Giappichelli Editore, pp. 71-74, 2013

- Andrade G. e Kaplan S.N., How Costly Is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions That Became Distressed, in *Journal of Finance*, n. 53, pp. 1443-1493, 1998
- Davydenko S.A., Strebulaev I.A. e Zhao X., A Market-Based Study of the Cost of Default, in *Review of Financial Studies*, n.25, pp. 2959-2999, 2012
- Birindelli G., Modina M., Imprese, Banche e Finanza. Le evidenze di un'analisi territoriale alla luce della crisi finanziaria, Franco Angeli Editore, pp.30-32, 2010
- Consiglio Nazionale Dei Dottori Commercialisti e Degli Esperti Contabili, Crisi d'impresa: gli indici dell'allerta, 20 ottobre 2019
- DECRETO LEGISLATIVO 12 gennaio 2019, n.14, "*Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza in attuazione della legge 19 ottobre 2017, n. 155*"
- Banca D'Italia, Schema di decreto legislativo recante Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza in attuazione della legge 19 ottobre 2017, n. 155, 19 ottobre 2017
- DECRETO LEGGE 8 aprile 2020 n. 23, "*Misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga di termini amministrativi e processuali*"
- Galli G., Palomba R., Paudice F, Aggiornamento sulle misure dirette a sostegno della liquidità delle imprese, Osservatorio CPI, 17 aprile 2020.
- Comana M., La finanza aziendale ai tempi dell'emergenza sanitaria, Luiss Open, 27 aprile 2020
- Damodaran A., Valuing Declining and Distressed Companies, New York University - Stern School of Business, 2009
- J.Hull, E. Barone, Opzioni, futures e altri derivati, Pearson, pp.354-355,2018
- Banca D'Italia, Relazione Annuale sul 2019, 29 maggio 2020