



Dipartimento di IMPRESA E MANAGEMENT Cattedra di  
ECONOMIA AZIENDALE

# **LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE IN CONDIZIONI DI DISEQUILIBRIO**

## **RELATORE**

Prof. Alessandro Musaiò

## **CANDIDATO**

Vanessa Cucco  
Matricola: 167311

**ANNO ACCADEMICO 2021/2022**



*Alla mia famiglia..*



# INDICE

<b>INTRODUZIONE.....</b>	<b>6</b>
<b>CAPITOLO 1.....</b>	<b>8</b>
<b>IL CONCETTO DI VALUTAZIONE D’AZIENDA E MODELLI DI VALUTAZIONE .....</b>	<b>8</b>
1.1 LA VALUTAZIONE D’AZIENDA: IL PROCESSO DI VALUTAZIONE.....	8
1.2. ANALISI DELL’AMBIENTE ESTERNO .....	10
1.3 ANALISI DELL’AMBIENTE INTERNO.....	11
1.4 QUADRO TEORICO DEI CRITERI DI VALUTAZIONE AZIENDALE .....	16
1.5. LA VALUTAZIONE DI IMPRESA SECONDO IL METODO PATRIMONIALE .....	17
1.5.1. Metodo patrimoniale semplice .....	18
1.5.2. Metodo patrimoniale complesso.....	18
1.6. LA VALUTAZIONE DI IMPRESA SECONDO IL METODO REDDITUALE.....	19
1.7. LA VALUTAZIONE DI IMPRESA SECONDO IL METODO MISTO.....	22
1.8. LA VALUTAZIONE DI IMPRESA ED IL DISCOUNTED CASH FLOW (DCF).....	23
<b>CAPITOLO 2.....</b>	<b>25</b>
<b>UN QUADRO TEORICO DEL CONCETTO DI CRISI D’IMPRESA.....</b>	<b>25</b>
2.1. LA DEFINIZIONE DELLO STATO DI CRISI E DELLE SUE FASI.....	26
2.2. LE TIPOLOGIE DI CRISI .....	28
2.2.1. Cause endogene della crisi.....	28
2.2.2. Cause esogene della crisi .....	30
2.2.3. Crisi economica e crisi finanziaria nella valutazione delle imprese.....	31
<b>CAPITOLO 3.....</b>	<b>33</b>
<b>VALUTAZIONE DELL’IMPRESA IN CRISI .....</b>	<b>33</b>
3.1. LA DIFFERENZA TRA CRISI E INSOLVENZA.....	34
3.2. INDIVIDUAZIONE DELLO STATO DI CRISI E CONTESTO VALUTATIVO .....	36
3.2.1. Azienda in tensione finanziaria .....	37
3.2.2. Azienda in disequilibrio economico in crisi reversibile .....	38
3.2.3. Azienda in disequilibrio economico in crisi irreversibile.....	39
3.3. DETERMINAZIONE DEL VALORE DI AZIENDE IN CRISI.....	39

3.3.1. La valutazione di azienda: processi valutativi e configurazioni di valore.....	40
3.4. VALUTAZIONE DI AZIENDA IN CRISI: METODI DI VALUTAZIONE .....	42
3.4.1. La valutazione patrimoniale .....	43
3.4.2. Le valutazioni reddituali .....	44
3.4.3. Valutazioni che esplicitano creazione di valore .....	45
3.4.4. Valutazioni di tipo finanziario .....	45
3.5. VALUTAZIONE DI IMPRESA IN CRISI DOPO L'EMERGENZA SANITARIA.....	47
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>49</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>51</b>
<b>ELENCO FIGURE .....</b>	<b>52</b>
<b>RINGRAZIAMENTI .....</b>	<b>53</b>

# INTRODUZIONE

La valutazione di un particolare processo, in generale, significa fornire un giudizio complessivo in un particolare momento di una struttura che può avere sfaccettature molto più complesse di quanto una semplice analisi possa fornire.

Se questo rappresenta una considerazione che vale in generale, essa assume un ruolo ancora più importante in un campo come quello aziendale, nel quale la strutturazione e la segmentazione di ogni processo è fondamentale al fine del buon funzionamento delle strutture aziendali nella loro complessità.

Valutare un'azienda, è quindi un processo complesso che assume un diverso significato a seconda del momento in cui tale valutazione viene prodotta.

Se valutare un'azienda, quando questa produce risultati economici e finanziari in equilibrio, rappresenta una semplice analisi che può fornire agli stakeholder spunti di operatività e miglioramento, diverso è invece il caso in cui un'azienda venga valutata in periodo di crisi cioè quando essa è incapace di raggiungere gli obiettivi economici e finanziari che possano permettergli di poter efficacemente rimanere sul mercato.

In altre parole, quando l'impresa è in crisi, si parla spesso di crisi aziendale anche se, con certezza, è difficile determinare sia le cause che soprattutto definire i punti focali in modo tale da poter prendere le misure più adeguate per affrontare nel miglior modo possibile le difficoltà affrontate in un periodo negativo.

È quindi opportuno definire efficaci strumenti e metodologie che permettano di valutare l'azienda in queste particolari situazioni, fornendo importanti informazioni utili al fine di valutare le diverse opzioni a disposizione dei soggetti esterni ed interni all'azienda.

Tali informazioni saranno quindi di fondamentale importanza per esprimere un giudizio affidabile ed imparziale al fine di strutturare un percorso di risanamento e di riorganizzazione che possa essere il più efficace ed efficiente possibile in chiave di, risoluzione della crisi.

La valutazione dell'azienda permetterà, in questo contesto è di conoscere il valore dell'azienda e delle sue componenti patrimoniali, il suo trend economico finanziario permettendo quindi un giudizio affidabile sulla convenienza alla prosecuzione dell'attività rispetto ad altre ipotesi di liquidazione. Sarà inoltre possibile confrontare le diverse ipotesi evolutive dei piani aziendali che possano comunque fornire la maggiore soddisfazione dei creditori.

Nel presente lavoro si cercheranno quindi di individuare le metodologie che permettono di valutare l'azienda in stato di crisi, fornendo una panoramica di quelle che si ritengono più efficaci, alla luce dei nuovi scenari macroeconomici che si pongono di fronte a coloro che dovranno poi effettivamente prendere in considerazione le diverse opportunità per migliorare o addirittura risolvere tale crisi in chiave di efficacia del proprio intervento.





# CAPITOLO 1

## IL CONCETTO DI VALUTAZIONE D'AZIENDA E MODELLI DI VALUTAZIONE

Valutare un'impresa, consiste nell'attribuire alla stessa un determinato valore che possa essere base di partenza per la determinazione del suo prezzo finale. Raramente valore e prezzo finale, coincidono.

I fattori che portano a tale dicotomia possono essere sia di natura macroeconomica (quindi esterni all'azienda), sia di natura strettamente aziendale, fino ad arrivare alle “semplici percezioni dei compratori e dei venditori”.<sup>1</sup>

### 1.1 LA VALUTAZIONE D'AZIENDA: IL PROCESSO DI VALUTAZIONE

Conoscere il valore di un'azienda è di fondamentale importanza per decidere in modo più efficace investimenti, acquisizioni e scelte gestionali. La principale problematica che si è tenuti ad affrontare quindi, è quella di capire quali tra i vari metodi di valutazione aziendale possa essere più idoneo all'esame dell'azienda di riferimento.<sup>2</sup>

La valutazione risulta inoltre ancor più complessa quando l'azienda si trova in particolari momenti della sua vita nel quale il “regolare funzionamento” porta a squilibri di natura economico finanziaria che si traducono in uno stato di crisi.

In questi frangenti, la valutazione aziendale può essere fortemente influenzata dalla percezione che uno stato generale di malfunzionamento, possa avere su particolari aspetti della gestione aziendale di natura patrimoniale, economico e finanziaria che possono incidere in maniera negativa su una efficace valutazione per poter intraprendere i percorsi più importanti di risanamento aziendale.

In generale la valutazione aziendale non è una scienza esatta e l'applicazione di formule e calcoli non è esaustiva in quanto è necessario anche analizzare informazioni ed elementi che non sempre sono esprimibili in forma numerica<sup>3</sup>

Allo stesso modo la soggettività del valutatore può incidere in maniera determinante nella definizione di tale valore.

Da quanto detto, si può affermare che non esiste un modo giusto o sbagliato per eseguire una valutazione di una società nonostante la letteratura proponga molteplici modelli valutativi.

---

1

DAMODARAN, A. (2014). *Valutazione delle aziende*. Santarcangelo di Romagna. Maggioli.

<sup>2</sup> CEREGHETTI, C. (2014). *Valutazione aziendale*. Manno: SUPSI.

3

DAMODARAN, A. (2014). *Valutazione delle aziende*. Santarcangelo di Romagna. Maggioli.

Al fine di poter riuscire ad avere una visione d'insieme del valore aziendale, si può comunque affermare che occorrono definire varie fasi, fondamentali ed imprescindibili per una valutazione efficace. Tali fasi possono essere riassunte in quattro differenti step:<sup>4</sup>

1. Definire l'obiettivo della valutazione. È una prima fase di natura prettamente teorica nel quale vengono definiti gli obiettivi della valutazione e l'utilizzo che ne verrà fatto. Tale passaggio è fondamentale per definire l'approccio usato e conseguentemente il risultato che se ne ottiene. Tale fase è altresì importante al fine di definire nel modo più efficace possibile, il valore di stima più appropriato e la data di valutazione.
2. Raccogliere ed analizzare le informazioni. Tale fase permette di raccogliere e analizzare informazioni. Può essere considerata la più impegnativa ma anche la più importante in quanto in essa vengono raccolte e strutturate le informazioni utilizzate successivamente per eseguire un'analisi. I dati raccolti possono essere sia interni che esterni all'azienda. Per i primi è necessario valutare alcuni aspetti fondamentali dell'impresa stessa, come esempio l'assetto giuridico, struttura, e storia. I dati interni provengono da documenti contabili, dati di bilancio analitici e sintetici prodotti direttamente dal personale. I dati esterni fanno riferimento alla raccolta delle informazioni riguardanti il settore e l'ambiente nel quale l'impresa opera al fine di poterne definire l'attrattiva prospettica ed eventuali evoluzioni macroeconomiche che possano riguardarla in maniera indiretta. L'analisi combinata dei dati interni e dei dati esterni permette agli analisti di fare delle previsioni sull'andamento economico finanziario futuro dell'azienda. I dati raccolti debbono essere affidabili, completi e aggiornati. È proprio questo che rende difficoltoso tale fase. Nel caso infatti in cui i dati non rispondono a tali qualità, sarà infatti compito dell'analista raccogliere, modificare e completare attraverso ricerche, analisi ed elaborazioni quanto raccolto.
3. Scegliere un modello di stima ed applicarlo. Tale fase consiste nell'utilizzo del metodo che se ritieni più opportuno ed efficace per fornire una stima del valore aziendale. Il metodo utilizzato varia a seconda del tipo di azienda che si intende valutare visto che, alcuni metodi si adattano meglio a determinate tipologie di azienda.
4. Relazionare e valutare quanto definito nelle precedenti fasi del processo valutativo. In tale fase viene preparata una vera e propria relazione sulla valutazione allegando al contempo, i documenti che sono serviti al fine di determinare scelte ed ipotesi valutative. Il valutatore deve infatti spiegare le motivazioni che hanno portato ad una determinata strada del processo valutativo giustificando quindi il risultato ottenuto.

---

<sup>4</sup> BALDUCCI, D. (2006). *La valutazione dell'azienda*. Edizioni FAG S.r.l.

## 1.2. ANALISI DELL'AMBIENTE ESTERNO

Le fasi operative della valutazione aziendale passano innanzitutto per il processo di valutazione dell'ambiente nel quale l'azienda opera.

L'analisi del contesto ambientale nel quale essa opera è infatti di grande importanza al fine di ottenere credibilità e affidabilità sulle previsioni fondamentali per i processi di valutazione in quanto, al fine di valutare l'azienda, è necessario non solo valutarne i suoi aspetti e la sua evoluzione ma anche la posizione e l'ambiente nel quale essa opera in termini di competitività e di sviluppo del settore.<sup>5</sup>

Si tratta di aspetti teorici che sono comunque importanti al fine di valutare la coerenza e la correttezza delle previsioni economico finanziarie se confrontati con le caratteristiche peculiari dell'ambiente del settore nel quale l'impresa opera.

L'analisi dell'ambiente in cui l'impresa opera è fondamentale anche a fine di individuare eventuali minacce ed opportunità che si presenteranno in futuro all'azienda.<sup>6</sup>

Al fine di una corretta valutazione dell'azienda, si dovranno infatti analizzare le variabili dell'ambiente che potranno agire sul futuro dell'azienda, cercando di prevedere l'andamento di tali variabili, al fine di individuare minacce ed opportunità che rappresentano parte integrante della valutazione aziendale. Al fine di individuare le variabili, che di fatto possono avere un grande impatto sul futuro dell'impresa e che provengono dall'esterno, può essere utilizzata l'analisi *PEST* che prende in considerazione il contesto politico, economico, sociale e tecnologico e possono condizionare il contesto generale e quindi, indirettamente, la valutazione dell'azienda nel suo complesso.

Il contesto politico può condizionare il settore di appartenenza attraverso provvedimenti legislativi, la situazione economica al contrario può condizionare sia le performance di vendita dell'azienda, sia la capacità di accesso al credito della stessa. Le tendenze sociali e culturali impattano, invece, sulla percezione del consumatore su particolari temi che possono essere il core business dell'azienda da valutare incidendo in maniera determinante sulla domanda e sull'offerta di beni e servizi. Le dinamiche tecnologiche possono, infine, incidere sul valore aziendale sia in relazione ai concorrenti dell'azienda, sia l'azienda stessa, fornendo nuove opportunità di investimento e produzione. L'analisi *PEST* valuta alcuni aspetti esterni all'azienda che, solo all'apparenza, sembrano tra loro interdipendenti ma che, di fatto, possono influenzarsi vicendevolmente (come avviene ad esempio, per provvedimenti legislativi posti in essere in relazione ad una nuova situazione sociale o economica). L'analisi *PEST* permette quindi di classificare quei fattori nel quale l'azienda non ha nessun tipo di controllo, per valutarne in modo oggettivo, l'impatto sulla stessa.

L'analisi dell'ambiente esterno può anche essere effettuata attraverso vari modelli come esempio il modello di Porter.

---

<sup>5</sup> BALDUCCI, D. (2006). *La valutazione dell'azienda*. Edizioni FAG S.r.l.

<sup>6</sup> BARTOLAZZI, F. V. (2007). *Analisi del macroambiente: minacce e opportunità*

Secondo tale modello, la profittabilità di un'impresa è in parte determinata dall'attrattività del settore nel quale essa opera. In particolare, Porter individua cinque fattori che incidono in maniera determinante nel definire la configurazione del settore industriale nel quale l'impresa opera e quindi della sua attrattività, costituendo di fatto un vantaggio competitivo esterno all'impresa.<sup>7</sup>

Il modello fa riferimento a un'azienda che opera in un settore d'affari all'interno del quale varie forze tendono a contemperarsi attraverso relazioni interdipendenti.

Tali forze possono essere riassunte in:

- La forza costituita dalla minaccia dovuta a nuove imprese che possono entrare nel settore nel quale l'impresa opera;
- La forza costituita dalla minaccia di nuovi prodotti o servizi che possono rappresentare validi sostituti ai prodotti offerti dall'azienda sul mercato;
- La forza dei fornitori che possano assumere maggiore potere contrattuale e quindi imporre condizioni di fornitura di materie prime e semilavorati fondamentali per la realizzazione del prodotto finito;
- La forza che viene direttamente dai clienti e dalla loro maggiore o minore capacità di imporre condizioni contrattuali svantaggiose all'azienda. Si fa sempre riferimento in questo caso ad aziende che hanno un numero di clienti limitato con elevati volumi di acquisto.
- Ultimo fattore esterno che Porter ha individuato come forza è quello della competizione fra imprese esistenti nel settore. Maggiore la competizione, maggiore è la minaccia che ipoteticamente sarà portata in futuro all'attività economico finanziaria dell'impresa nel settore.<sup>8</sup>

La capacità di capire, analizzare, utilizzare e sfruttare l'ambiente esterno a proprio vantaggio, è uno degli elementi di maggiore importanza per la valutazione dell'ambiente esterno nel quale l'impresa opera che, diventa a questo punto, uno dei cardini sul quale si basa la valutazione dell'impresa e del suo valore futuro.

### **1.3 ANALISI DELL'AMBIENTE INTERNO**

Anche se l'ambiente esterno e la sua analisi risulta di grande importanza per la valutazione dell'azienda, l'analisi interna dell'azienda e del suo ambiente operativo rappresenta una delle parti più importanti per la valutazione dell'azienda nel suo complesso. L'analisi dell'ambiente interno passa ovviamente attraverso un'analisi contabile che rappresenta uno dei passaggi più importanti del processo di valutazione aziendale. In

---

<sup>7</sup> LA BELLA, A., & BATTISTONI, E. (2008). *Economia e organizzazione aziendale*. Apogeo Editore.

<sup>8</sup> LA BELLA, A., & BATTISTONI, E. (2008). *Economia e organizzazione aziendale*. Apogeo Editore.

particolare, sono tre gli aspetti che debbono essere opportunamente valutati e analizzati: la situazione economica, finanziaria e patrimoniale.

La prima permette di analizzare l'equilibrio tra costi e ricavi.

La seconda, mette in evidenza la capacità dell'impresa di poter adempiere i propri impegni finanziari sia a breve che a medio lungo termine.

La terza, infine, mette in evidenza l'equilibrio tra capitale proprio e capitale di terzi in ottica di una valutazione della capacità dell'impresa di poter supportare eventuali sviluppi futuri attraverso capitali di debito nel caso in cui ve ne sia ancora un opportuno spazio.

Al fine dell'analisi contabile vengono utilizzati indici di bilancio opportuni che, comunque, non possono essere considerati uno strumento autonomo ed efficace di indagine in quanto non forniscono le cause di determinati valori ma, al contrario, evidenziano semplicemente l'andamento della gestione aziendale corrente.<sup>9</sup>

Affinché gli indici possano dare delle indicazioni funzionali per una valutazione oggettiva dell'impresa, è necessario procedere secondo un preciso schema logico.<sup>10</sup>

In generale, il primo passo è quello di una corretta analisi del rendiconto finanziario per indici che passi attraverso il rispetto dei principi contabili e l'adozione di criteri uniformi nella redazione dei conti. Successivamente occorre scegliere gli indici che più opportunamente siano in grado di fornire indicazioni generali riferite a precise aree di indagine permettendo una efficace valutazione dell'azienda da un punto di vista:

- economico
- finanziario
- patrimoniale

La valutazione economica dell'impresa passa attraverso l'analisi della redditività.

Tale passaggio, permette di capire se l'impresa è capace di generare ricavi sufficienti a coprire i costi e conseguentemente a fornire un flusso reddituale soddisfacente. Il parametro in questo senso fondamentale è la redditività del capitale investito. Se infatti l'azienda non è in grado di remunerare il capitale investito, anche attraverso la capitalizzazione degli utili, non sarà in grado, non solo di remunerare i propri soci ma nemmeno di autofinanziarsi con relative ricadute sullo sviluppo degli investimenti futuri.

---

<sup>9</sup> BERLA, L. (2013). *Conto dei flussi di liquidità e analisi contabili*. Manno: SUPSI

<sup>10</sup> DAMODARAN, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons

I due indici che da questo punto di vista sono di grande importanza sono:

- *ROI (Return On Investment)*
- *ROE (Return On Equity)*<sup>11</sup>

Mentre il *ROI* è uno degli indici che va ad analizzare la redditività del capitale totale, il *ROE* al contrario, indica la redditività del capitale proprio. Quest'ultima risulta, per gli azionisti, più significativa in chiave di valutazione, in quanto mette in evidenza la capacità dell'azienda di remunerare il capitale investito in azioni.

$$ROI = \frac{EBIT}{Capitale\ totale\ medio}$$

$$ROE = \frac{Utile\ Netto}{Capitale\ Proprio\ medio}$$

Il rapporto tra i due indici è di fondamentale importanza al fine di capire quanto l'impresa sia in grado di rendere profittevole la propria attività, sia in relazione al capitale proprio investito sia a quello di terzi.

È interessante da questo punto di vista, fare un'ulteriore precisazione riguardo al rapporto tra il *ROI* ed un altro indice: il *ROD* (redditività del capitale di debito o, in altre parole l'onerosità per l'azienda delle risorse finanziarie prese a prestito). Il rapporto tra i due indici è di fondamentale importanza in quanto, nel caso in cui il *ROI* sia maggiore del *ROD*, sarà permesso all'azienda di prendere a prestito risorse finanziarie remunerandole ad un tasso minore rispetto a quanto tali risorse finanziarie riusciranno a produrre reddito all'interno dell'azienda. Tale possibilità, permette all'azienda di aumentare la propria redditività utilizzando, di fatto, risorse prese a prestito e quindi non investendo capitale proprio. È quello che, in altre parole, viene definito "effetto leva". Esso mette in evidenza nella valutazione aziendale, una condizione di futura maggiore profittabilità e possibilità di creazione di reddito. Tale facoltà non è ovviamente permessa nel caso in cui tale condizione non sia verificata (nel caso in cui ad esempio il  $ROD > ROI$ ). Nel caso in cui tale condizione persistesse, l'azienda potrebbe ricorrere, ove la situazione patrimoniale lo permettesse, a capitale di debito, investendo risorse tenute internamente all'azienda ed ottenendo in questo modo, una redditività maggiore capace di creare risorse economiche maggiori di quante poi ne dovrebbe destinare per il pagamento degli oneri finanziari relativi a finanziamenti.

In sintesi:

- se  $ROI < ROD$  l'effetto è negativo;
- se  $ROI = ROD$  l'effetto sul *ROE* è nullo;
- se  $ROI > ROD$  l'effetto è positivo e un aumento della leva finanziaria comporterà un aumento del *ROE*

---

<sup>11</sup> CEREGHETTI, C. (2014). *Valutazione aziendale*. Manno: SUPSI.

La valutazione finanziaria dell'azienda, si riassume soprattutto nell'analisi della liquidità aziendale, in altre parole la capacità per l'impresa di far fronte ai propri impegni finanziari a breve termine senza necessità di ricorrere allo smobilizzo di risorse a lungo termine oppure il capitale di debito.<sup>12</sup>

Da un punto di vista algebrico, tale ragionamento può essere riassunto nel fatto che la somma dei mezzi liquidi più le entrate monetarie a breve termine debba essere maggiore rispetto tutte le uscite monetarie breve termine.

Gli indici di liquidità più importanti possono essere riassunti in:

$$\text{Cash Ratio} = \frac{\text{Mezzi liquidi}}{\text{Capitale di terzi a BT}}$$

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Mezzi liquidi} + \text{Crediti a BT}}{\text{Capitale di terzi a Bt}}$$

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Attivo circolante}}{\text{Capitale di terzi a BT}}$$

Come si può notare, passando dal *Cash ratio* al *Quick ratio*, vengono valutati più mezzi finanziari a breve termine a disposizione per l'azienda. Per quanto concerne il *Quick ratio*, prende in considerazione una maggiore quantità di risorse finanziarie rispetto al *cash ratio*. A sua volta il *current ratio* prende in considerazione tutte le risorse finanziarie a breve termine a disposizione dell'azienda al fine di poter adempiere i propri impegni finanziari a breve termine, compresi anche le risorse a breve termine smobilizzabili con un maggiore livello di difficoltà come, ad esempio, le rimanenze di merci.

Per quanto concerne il *Quick Ratio*, si considera “normale”, un valore attorno al 100% mentre il *current ratio* dovrebbe attestarsi ad un valore tra il 150 e il 200%.

Più gli indici finanziari di liquidità sono maggiori in un contesto valutativo, e maggiore sarà l'affidabilità finanziaria dell'impresa in termini di valutazione.

Fra i fattori che incidono in maniera determinante sulla liquidità aziendale possono sicuramente essere menzionati e quindi valutati l'andamento degli affari, il volume di investimenti, le politiche di distribuzione degli utili e, soprattutto, il coordinamento tra finanziamenti ed investimenti. C'è infatti da valutare quanto sia coordinato il rapporto tra investimenti a lungo termine e finanziamenti che richiedono la loro restituzione in un arco temporale medio-lungo al fine di evitare disequilibri finanziari a breve termine.<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> CEREGHETTI, C. (2014). *Valutazione aziendale*. Manno: SUPSI.

<sup>13</sup> CEREGHETTI, C. (2014). *Valutazione aziendale*. Manno: SUPSI

L'analisi patrimoniale, infine, si traduce nella capacità di ridurre al minimo il rischio di eccedenza di debiti rispetto al capitale proprio investito. In periodi di crisi, infatti, il rapporto tra capitale di debito e capitale proprio deve essere entro determinati limiti, al fine di evitare per l'impresa, l'impossibilità di poter ricorrere al capitale di debito per poter sanare situazioni di eventuali difficoltà che potrebbero, nel corso della sua vita, verificarsi. Per avere una buona situazione in termini patrimoniali e quindi essere valutata positivamente, è necessario avere, rispetto al capitale proprio un basso livello di capitale di terzi.<sup>14</sup>

Come precedentemente visto, nel caso di una situazione economica soddisfacente, il basso ricorso al capitale di debito può essere in contrasto con criteri di redditività. Spetta quindi all'azienda scegliere il giusto compromesso tra l'indebitamento e una situazione patrimoniale di equilibrio.

I principali indici di solidità possono essere riassunti in:

$$\text{Grado d'indebitamento} = \frac{\text{Capitale di terzi}}{\text{Totale passivo}}$$

$$\text{Grado di finanziamento con capitale proprio} = \frac{\text{Capitale proprio}}{\text{Totale passivo}}$$

$$\text{Grado di autofinanziamento} = \frac{\text{Riserve da utili}}{\text{Capitale proprio}}$$

$$\text{Fattore 'indebitamento} = \frac{\text{Indebitamento netto}}{\text{Cash flow operativo}}$$

In chiave di valutazione, un fattore di indebitamento alto è interpretato come un elevato numero di anni necessari per pagare i propri debiti con il *cash flow* operativo ossia con la liquidità creata dall'azienda che idealmente, dovrebbe essere inferiore a cinque anni.

All'aumentare dei debiti, il lasso temporale tenderà ad aumentare e maggiore sarà, quindi, la probabilità per l'azienda di trovarsi in situazioni finanziarie problematiche in futuro. I fattori che incidono sulla solidità aziendale possono essere riassunti nella redditività, politiche di distribuzione e di impiego degli utili, scelte di finanziamento ed infine le politiche di investimenti.<sup>15</sup>

Una volta fatta l'analisi interna ed esterna dell'azienda al fine di una efficace valutazione sarà necessario anche individuare l'insieme delle minacce e delle opportunità che si combinano tra l'ambiente esterno e le caratteristiche interne all'azienda al fine di determinarne gli eventuali futuri probabili scenari in chiave

---

<sup>14</sup> LUONI, L. (2013). *Corporate Finance*. Manno: SUPSI

<sup>15</sup> BERLA, L. (2013). *Conto dei flussi di liquidità e analisi contabili*. Manno: SUPSI.



economica finanziaria e patrimoniale. Il confronto dei punti di forza e di debolezza prende il nome di analisi *SWOT*, che permette di delineare ed individuare linee strategiche aziendali che abbiano come scopo quelle di sfruttare le opportunità derivanti dall'ambiente esterno, riducendo al minimo le minacce ed utilizzando al massimo le capacità dell'azienda ed i suoi punti di forza.

Nell'esaminare i punti di forza e debolezza possono essere, ad esempio, presi in considerazione risorse fisiche, finanziarie, umane, di brand, competenze, strutture e processi produttivi fornendo quindi una valutazione non solo in chiave statica ma anche in chiave dinamica dell'azienda valutata nel suo complesso.

## **1.4 QUADRO TEORICO DEI CRITERI DI VALUTAZIONE AZIENDALE**

Al fine di valutare oggettivamente un'impresa, si può far riferimento ad una serie di modelli presenti in letteratura che possono permettere di avere una struttura operativa e metodologica al quale fa riferimento per rendere il processo di valutazione più preciso possibile.

Esistono in particolare quattro differenti metodologie al quale si può ricondurre il processo di valutazione.

1. Un approccio di tipo patrimoniale che si basa essenzialmente sulla valutazione degli elementi presenti nell'attivo e nel passivo della situazione contabile aziendale.<sup>16</sup>
2. Un approccio basato sui flussi che a differenza del primo fa riferimento alla capacità dell'azienda di generare risultati economici positivi futuri, siano essi economici (flussi di reddito) o finanziari (flussi di cassa).
3. Un approccio puramente di mercato. In questo caso il processo valutativo si basa sui prezzi per quote di capitale dell'azienda stessa o di aziende simili. Un riscontro oggettivo di tale metodologia può essere individuato ad esempio nei metodi dei multipli di borsa o in quello delle società comparabili.
4. Un approccio basato invece sulla capacità dell'impresa di creare valore. In questo caso il valore stesso dell'azienda viene rilevato non solo in relazione ai beni su disposizione ma anche dalla capacità del management di trarre da questi attraverso una opportuna organizzazione e strutturazione, un vero e proprio valore.

A fronte di un'elencazione delle varie metodologie e dei vari approcci utilizzati per il processo di valutazione, è opportuno precisare che non ne esiste uno più efficace degli altri, ma che, al contrario, gli analisti preferiscono utilizzare più approcci contemporaneamente per avere un *gap* valutativo all'interno del quale posizionare la propria valutazione dell'azienda.

Per quanto attiene il rapporto con il capitale di debito invece l'approccio seguito dal valutatore può essere scisso in due diverse tendenze:

---

<sup>16</sup> BALDUCCI, D. (2006). *La valutazione dell'azienda*. Edizioni FAG Srl

- L'approccio *Entity*, mediante la quale il valore dell'azienda è stabilito indipendentemente dalle modalità di finanziamento. Algebricamente esso viene definito attraverso l'attualizzazione dell'utile prospettico oppure attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa. La capitalizzazione degli utili o l'attualizzazione dei flussi di cassa, comprendono sia il costo del capitale proprio che del capitale di debito. Il passo successivo sarà quello di definire il valore netto dell'azienda e di finanziamento di terzi.
- L'approccio *Equity*. Attraverso tale approccio, la determinazione del valore aziendale avviene al netto del capitale di debito. Seguendo tale linea, la capitalizzazione degli utili o l'attualizzazione dei flussi di cassa comprende esclusivamente la parte relativa al capitale proprio. A differenza dell'approccio precedente la scissione tra capitale proprio e capitale di debito avviene antecedentemente alla fase di capitalizzazione degli utili o attualizzazione dei flussi di cassa.

## 1.5. LA VALUTAZIONE DI IMPRESA SECONDO IL METODO PATRIMONIALE

Il metodo patrimoniale esprime il valore dell'azienda in funzione del patrimonio, prendendo in considerazione gli attivi netti di bilancio ed esprimendo il valore aziendale solamente in base al patrimonio aziendale. Fra tutti i metodi, questo rappresenta l'uno dei più facili da eseguire ma al tempo stesso, esso è adatto soprattutto per aziende che hanno un patrimonio elevato mentre è sconsigliato per la valutazione di imprese poco patrimonializzate ovvero di imprese che non hanno un elevato capitale fisso.<sup>17</sup>

Pur se è semplice nella sua applicazione, il metodo patrimoniale presenta due punti negativi nella valutazione dell'azienda.

- Il primo è che esso, risulta essere difficilmente applicabile per un tipo di azienda come quella tecnologica ed innovativa nei quali il valore del patrimonio risulta non essere preciso e basando il proprio valore su altri punti di forza.
- L'altro limite di questo metodo, è che non considera la possibilità futura di generare reddito da parte dell'azienda e quindi, si può affermare che riguarda solamente il valore presente dell'azienda ma non la sua capacità di generare reddito e quindi valore in futuro.<sup>18</sup>

Il processo di determinazione del valore aziendale mediante la determinazione del patrimonio netto rettificato può essere articolato in quattro fasi differenti:<sup>19</sup>

1. Individuazione degli elementi attivi e passivi dell'azienda valutata

<sup>17</sup> LUONI, L. (2013). *Corporate Finance*. Manno: SUPSI.

<sup>18</sup> RUTIGLIANO, M. (2022). *Temi di valutazione d'azienda*. EGEA

<sup>19</sup> BALDUCCI, D. (2006). *La valutazione dell'azienda*. Edizioni FAG Srl

2. Revisione contabile delle poste in bilancio
3. Stima delle rettifiche da apportare al patrimonio netto di bilancio, incluse le rettifiche originate da fiscalità potenziale;
4. Calcolo del valore del capitale economico dell'azienda come somma algebrica del patrimonio netto e delle rettifiche

Da un punto di vista algebrico è possibile definire il valore dell'azienda come:

$$\text{Valore dell'azienda} = \text{Patrimonio netto rettificato} \pm \text{rettifiche di attività e passività}$$

Tale metodo può essere suddiviso in due differenti categorie: il patrimoniale semplice e di patrimoniale complesso.

### 1.5.1. Metodo patrimoniale semplice

Tale metodo esprime a valori attuali conti attivi e passivi del patrimonio. Per quanto riguarda i valori attivi, il criterio di riferimento è quello del valore di realizzo se destinati allo scambio, mentre per gli altri attivi, come esempio le immobilizzazioni (asset nel quale il realizzo avviene mediante canali indiretti), viene considerato il valore di sostituzione. Tale criterio prende in considerazione i costi da sostenere per riacquistare o riprodurre il bene analizzato. Per quanto riguarda il passivo invece le poste vengono valutate secondo il criterio di presunta estinzione cioè, identificare valori a cui attualmente i debiti potrebbero essere rinegoziati e quindi estinti.<sup>20</sup>

Quindi, possiamo affermare che per il metodo semplice il valore dell'azienda sia uguale al valore patrimoniale rettificato.

### 1.5.2. Metodo patrimoniale complesso

Tale metodo, si differenzia dal precedente poiché considera anche ulteriori risorse presenti all'interno dell'azienda. In essa, infatti, possono essere individuati elementi e risorse che pur se contabilmente nascosti, possono contribuire in maniera determinante a generare reddito in futuro e, allo stesso tempo, risorse finanziarie. Tali asset, rendono il valore aziendale diverso da quello di liquidazione del capitale proprio. Si fa riferimento in questo caso al plusvalore che deriva ad esempio dalle capacità imprenditoriali del management, dal portafoglio clienti, allo sviluppo aziendale tecnologico, al *brand* e alla posizione di mercato che l'impresa

---

<sup>20</sup> BALDUCCI, D. (2012). *La valutazione dell'azienda*. Edizioni FAG Srl

ricopre. Tali elementi, contribuiscono in maniera determinante a dare all'azienda un valore sicuramente superiore rispetto a quello che può essere desunto dall'analisi dei semplici valori contabili del patrimonio.

Da un punto di vista prettamente algebrico, tale metodologia si differenzia da quella semplice per il fatto che considera una nuova componente che in precedenza non era stata analizzata.

Si può quindi affermare che il valore dell'azienda sia uguale al valore patrimoniale rettificato al quale devono essere sommati anche il valore degli elementi immateriali.

In formula:

$$V = K + I$$

Dove:

**V**= Valore dell'azienda

**K**= Valore patrimoniale rettificato

**I**= Valore degli elementi immateriali

Se da un lato tale metodo ha come punto positivo quello di poter efficacemente valutare anche elementi intangibili del patrimonio, dall'altro lato presenta, come punto negativo, la difficoltà nella valorizzazione di tale tipologia di beni difficilmente identificabili ma soprattutto misurabili.

## **1.6. LA VALUTAZIONE DI IMPRESA SECONDO IL METODO REDDITUALE**

La valutazione di impresa secondo il metodo reddituale, si basa essenzialmente sulla filosofia che il valore di impresa sia direttamente correlato con la sua capacità di produrre reddito in futuro.

L'impresa in questo caso viene paragonata ad un vero e proprio investimento che possa produrre rendite future identificabili nei risultati economici positivi o negativi che essa sarà in grado di generare nel corso di esercizi futuri. Da un punto di vista algebrico è possibile definire il valore dell'azienda come attualizzazione di una rendita perpetua ad un tasso di attualizzazione definito secondo andamenti di mercato.

In formula:

$$V = \frac{R}{i}$$

Dove:

**V**= Valore dell'azienda

**R**= Reddito medio prospettico

**i**= Tasso di attualizzazione

In generale valutare l'azienda secondo il metodo reddituale, significa valutare il complesso aziendale come elemento unitario mettendo in evidenza soprattutto la sua capacità di produrre flussi economici sotto forma di

utile. La capitalizzazione del reddito prospettico permette di attualizzare e quindi quantificare il valore attuale stimando gli utili futuri. È proprio questo uno degli elementi di maggiore criticità nell'utilizzo di tale metodo. La determinazione dei redditi futuri, infatti, è una delle operazioni più difficoltose anche se, in approssimazione, l'errore diventa tanto più piccolo quanto maggiore è la distanza dal momento della valutazione, in quanto il tasso di attualizzazione ne riduce l'errore tra previsione e utile effettivo futuro.

Prima di definire quelli che saranno gli utili futuri, sarà opportuno analizzare la documentazione aziendale sotto il profilo della continuità ma anche della stabilità dei risultati economici conseguiti, attraverso l'analisi della documentazione sia esterna che interna all'azienda.<sup>21</sup>

Il reddito prodotto diviene quindi valore normalizzato, depurato delle componenti reddituali straordinarie che hanno inciso solo in maniera occasionale sul reddito aziendale. La definizione di tali elementi diviene quindi, passaggio fondamentale, necessario per normalizzare i risultati economici passati ed avere una proiezione di quelli futuri. Nel processo di valutazione del reddito medio prospettico, occorrerà quindi, identificare nel tempo i proventi ed oneri straordinari passati e determinarne un loro trattamento stimando il loro impatto sull'utile del periodo. Occorrerà poi eliminare i proventi ed oneri che risultano completamente estranei alla gestione caratteristica, riuscendo quindi a depurare il reddito che proviene dalla normale gestione interna ed esterna dell'azienda in chiave presente ed in chiave prospettica.<sup>22</sup>

Il metodo reddituale può essere a sua volta scisso in due differenti metodologie:

- Il metodo reddituale semplice che considera una stima di redditi costanti nel tempo;
- Il metodo reddituale complesso che, al contrario, attualizza flussi di reddito differenti anno per anno fino al termine dell'orizzonte temporale preso in considerazione.

Allo stesso modo, è possibile definire anche l'orizzonte temporale al quale si vuol far riferimento. Si può in questo caso decidere se considerare un orizzonte temporale limitato o illimitato. La prassi valutativa tende a considerare più efficace, nella definizione della valutazione aziendale, l'orizzonte temporale illimitato per motivi di carattere economico e matematico. Fra le motivazioni di natura economica, la prassi di valutare un orizzonte temporale illimitato risiede nel fatto che l'azienda sia costituita e gestita come struttura destinata a permanere nel tempo senza avere, nella maggioranza dei casi, una data nel quale cesserà la propria attività.

In questo senso si ritiene più opportuno valutare, appunto, un orizzonte temporale illimitato. Da un punto di vista matematico, per un numero di anni sufficientemente elevato, la differenza tra l'attualizzazione di una rendita perpetua e l'attualizzazione dei flussi di redditi futuri limitati risulta essere del tutto trascurabile.

---

21

BALDUCCI, D. (2006). *La valutazione dell'azienda*. Edizioni FAG Srl

<sup>22</sup> CEREGHETTI, C. (2014). *Valutazione aziendale*. Manno: SUPSI

Altra considerazione invece va fatta per il tasso di attualizzazione. Esso, va valutato in maniera accurata, in quanto, la differenza di un punto percentuale nel tasso di attualizzazione può tradursi in grandi differenze nella definizione del valore dell'azienda stessa.

In particolare, il tasso di attualizzazione deve possedere le seguenti caratteristiche:<sup>23</sup>

- I tassi di attualizzazione maggiori corrispondono ai valori minori assegnati all'azienda. Nel caso di incertezza sui flussi futuri, attualizzarli ad un tasso più elevato, corrisponderebbe a ridurre l'incertezza, in quanto il loro valore attualizzato sarebbe in ogni caso molto basso.
- Il tasso di attualizzazione deve essere sintesi del mercato e della situazione finanziaria dell'ambiente nel quale l'impresa opera. In particolare, si può far riferimento ai principali indici di redditività settoriali.
- Il tasso di attualizzazione deve essere reale, cioè deve tenere in considerazione anche l'effetto dell'inflazione. In periodi di forte inflazione esso dovrà, quindi, essere il risultato della somma tra il tasso medio di settore ed il tasso di inflazione che si prevede per il periodo di riferimento.

Il tasso a cui si deve capitalizzare, quindi, deve anche tenere in considerazione, oltre al rendimento delle attività prive di rischio, un premio per l'investimento in attività d'impresa che rifletta un rischio generale di mercato e un rischio di settore.

Il tasso di attualizzazione viene calcolato come rapporto tra una tipologia di reddito e il capitale investito. Si possono cioè utilizzare due diversi criteri che nel caso sia *unlevered* prevede al numeratore il reddito operativo (*ebit*), mentre nel caso venga utilizzata il criterio *levered* al numeratore viene inserito direttamente l'utile netto.

Il vantaggio nell'utilizzo di questo sistema risiede nel fatto che esso sia affidabile e si basi essenzialmente sull'utilizzo di dati che possono essere desunti direttamente dalla gestione passata dell'azienda. Esso inoltre richiede un minor dispendio di risorse per la raccolta e l'elaborazione dei dati.

Come elementi negativi possono essere evidenziati un elevato margine di errore dovuto sia all'approssimazione del tasso di attualizzazione e dei redditi netti futuri che assumono, in questo caso, un elevato grado di discrezionalità. Tale metodo risulta, per le sue caratteristiche, efficacemente applicabile ad aziende che hanno un basso livello di capitalizzazione ma che presentano, in prospettiva, un elevato livello di redditività e di sviluppo. In questo senso la presenza di beni immateriali come, ad esempio, aziende commerciali di servizi e di intermediazione finanziaria oltre che informatiche possono ben adattarsi ad essere valutati secondo tale criterio.<sup>24</sup>

---

<sup>23</sup> CEREGHETTI, C. (2014). *Valutazione aziendale*. Manno: SUPSI.

<sup>24</sup> LUONI, L. (2013). *Corporate Finance*. Manno: SUPSI

## 1.7. LA VALUTAZIONE DI IMPRESA SECONDO IL METODO MISTO

Il metodo misto cerca di contemperare parte del processo di valutazione, tipico del metodo patrimoniale, tenendo comunque conto degli elementi di verificabilità di quello reddituale.<sup>25</sup>

Tale metodo è, in termini esemplificativi, più completo rispetto ai primi due in quanto prende in considerazione alcuni elementi che sono tipici del primo e del secondo metodo.

Il punto di partenza del metodo misto è il patrimonio, che viene indicato a valore corrente.

Il reddito viene valutato come strumento capace, sulla base dei redditi futuri, di influenzare il patrimonio ed il suo valore in termini positivi o negativi anche sì in termini limitati.<sup>26</sup>

Tali conclusioni possono essere sintetizzate in termini matematici.

In formula:

$$V = \frac{(2 * \text{valore di reddito}) + (1 * \text{valor di sostanza})}{3}$$

Dove:

V= Valore dell'azienda

**Valore di reddito**= Valore aziendale ottenuto con il metodo reddituale

**Valore di sostanza**= Valore aziendale ottenuto con il metodo patrimoniale

In questo caso vengono considerati sia elementi reddituali che patrimoniali, tiene conto sia di valori passati che di valori futuri avendo in questo modo una valutazione più completa dell'azienda. La ponderazione, come utilizzato nella formula, è comunque facoltativa e soggettiva e dipende implicitamente dalle caratteristiche della società valutata. Potranno essere utilizzati i pesi maggiori per la ponderazione del reddito nel caso in cui, per la valutazione d'azienda, siano più importanti le capacità della stessa di produrre redditi futuri, o al contrario, nel caso in cui sia di fronte ad aziende con una elevata capacità patrimoniale, si opterà per una ponderazione maggiore per l'asset patrimoniale rispetto a quello reddituale.

Tale metodo permette quindi di ponderare la soggettività del metodo reddituale con l'oggettività del metodo patrimoniale e del patrimonio aziendale stesso. Il grado di incertezza è quindi minore rispetto ai metodi precedentemente esposti. Il limite principale, d'altra parte, è costituito proprio dal fatto che entrambi i metodi vanno ponderati ed il criterio di ponderazione risulta essere l'unico elemento di soggettività che è, al tempo

---

<sup>25</sup> DAMODARAN, A. & ROGGI, O. (2015). *Finanza aziendale*. Maggioli Editore

<sup>26</sup> BALDUCCI, D. (2012). *La valutazione dell'azienda*. Edizioni FAG Srl

stesso, la criticità maggiore. Tale criterio è stato applicato soprattutto ad aziende industriali commerciali e manifatturiere sia quotate che non quotate in borsa.<sup>27</sup>

## 1.8. LA VALUTAZIONE DI IMPRESA ED IL DISCOUNTED CASH FLOW (DCF)

La stima di impresa secondo il *discount cash flow* è il metodo di valutazione delle imprese di maggiore applicazione. Esso ha come filosofia di base, la valutazione dell'impresa come valore attuale delle somme liquide prelevabili dopo aver effettuato gli investimenti necessari a garantire la continuità gestionale e l'equilibrio finanziario aziendale. Si tratta quindi di una stima del valore aziendale sulla base dei flussi di cassa prelevabili dall'azienda, al netto di investimenti ed interventi che si ritengano opportuni e necessari per il sostenimento e la crescita futura dell'azienda stessa. Al fine di poter applicare in maniera efficace tale metodo, è necessario individuare i flussi aziendali futuri e successivamente calcolare il tasso di attualizzazione. Algebricamente tale metodo può essere espresso da una formula matematica:<sup>28</sup>

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+i)^t} + \frac{\frac{FCF_{n+1}}{i}}{(1+i)^n} + N + L - F$$

Dove:

**V** = Valore dell'azienda

**FCF** = Free cash flow

**i** = Tasso di attualizzazione

**n** = Ultimo anno di previsione

$\frac{FCF_{n+1}}{i}$  = Valore residuo all'istante n

**N** = Valore di mercato degli attivi estranei all'attività aziendale

**L** = Liquidità eccedente le necessità correnti alla data di riferimento

**F** = Debiti finanziari esistenti alla data di riferimento

L'elemento di maggiore importanza nella formula sovraesposta è sicuramente la stima del free cash flow. L'utilizzo del *DCF*, infatti, prevede l'applicazione di tre diversi metodi: il metodo analitico, sintetico e misto. La differenza tra le diverse tipologie risiede nel fatto che nella tipologia analitica i flussi sono previsti anno

---

<sup>27</sup> LUONI, L. (2013). *Corporate Finance*. Manno: SUPSI

<sup>28</sup> BALDUCCI, D. (2010). *Tenere la contabilità*. Edizioni FAG.



per anno ed è maggiormente utilizzato per aziende che hanno un'elevata variabilità nei flussi di cassa creati e spesso una vita limitata. Nella tipologia sintetica, al contrario, si presuppone una vita più lunga e la costanza di alcuni parametri, in particolare quello dei flussi di cassa. Infine, nel procedimento misto sono considerati costanti alcuni parametri ma analizzati sinteticamente i flussi annuali di cassa. Al fine di valutare in maniera corretta il *free cash flow* vengono utilizzati dei drivers parametri, in particolare, tra i più significativi, possono essere menzionati la crescita del fatturato, il margine operativo lordo, l'aliquota fiscale, e gli investimenti. Come precedentemente accennato l'approccio più utilizzato è quello *unlevered* nel quale si analizza *cash flow* per gli investitori dopo che sono stati presi in considerazione le uscite finanziarie necessarie per gli investimenti. La filosofia è quella di valutare l'azienda in relazione alla capacità di creare flussi di cassa una volta che sia stata in grado di remunerare i suoi investimenti e pagare i propri debiti.<sup>29</sup>

Il *discount cash flow* può essere definito come il metodo con le maggiori solidità scientifiche e algebrico-matematiche, in quanto, è un metodo razionale a differenza quello patrimoniale e reddituale. Esso prende in considerazione la capacità dell'azienda di creare risorse finanziarie e da questo punto di vista, risulta essere un metodo molto più logico rispetto ai due precedenti. Anche tale metodo, comunque, presenta delle criticità. Esso, infatti, è un metodo basato sulla stima e come tale è di difficile dimostrabilità se non nel momento in cui l'eventuale previsione si verifica o no.

Se per piccole aziende tale caratteristica risulta essere di secondaria importanza e comunque, compensata dai punti positivi, per aziende di grandi dimensioni, quotate in borsa, rappresenta un fattore di grande criticità. Al fine di porre parzialmente rimedio a tale problema, è necessario ridurre il grado di incertezza della valutazione, raccogliendo più informazioni possibili e con il maggior grado di certezza.

Un'altra precisazione da fare è che, tale criterio, sia soprattutto consigliato per imprese che presentano dinamiche finanziarie evidenti come, ad esempio, aziende commerciali di servizi e finanziarie mentre poco efficacemente applicabili per aziende che hanno un'elevata patrimonializzazione dell'attivo, una scarsa movimentazione monetaria come, ad esempio, le società immobiliari.<sup>30</sup>

---

<sup>29</sup> CEREGHETTI, C. (2014). *Valutazione aziendale*. Manno: SUPSI.

<sup>30</sup> BALDUCCI, D. (2010). *Tenere la contabilità*. Edizioni FAG.

## CAPITOLO 2

### UN QUADRO TEORICO DEL CONCETTO DI CRISI D'IMPRESA

La valutazione aziendale è, come si è visto nel capitolo precedente, uno strumento attraverso cui è possibile analizzare le dinamiche economico finanziarie di un'impresa evidenziandone gli aspetti positivi e negativi e facendone un'analisi che possa essere funzionale ad un giudizio.

La valutazione di un'azienda può quindi portare ad un giudizio positivo, nel caso in cui le analisi effettuate portino risultati soddisfacenti ma, al contrario, tali risultati possono dare indicazioni di uno stato fisiologico dell'impresa nel suo complesso che mettono in evidenza squilibri e criticità di natura economica o finanziaria che potrebbero mettere a rischio la sopravvivenza stessa dell'impresa e che quindi richiedono specifici interventi. Si parla in questo caso di crisi d'impresa.

La situazione di crisi potrebbe essere preceduta da una fase di declino dei risultati e delle performance aziendali che se individuate in modo tempestivo danno all'impresa maggiori possibilità di essere adeguatamente affrontata. A supportare la definizione dei parametri che possono essere indicatori di una crisi d'impresa, possono essere richiamati principi nazionali ed internazionali.

Secondo i principi contabili *OIC*<sup>31</sup>, lo status di difficoltà finanziaria si ha quando il “debitore presenta un rapporto squilibrato fra il fabbisogno finanziario e le fonti di finanziamento, tale da essere inadempiente alle scadenze degli impegni assunti”.

Sulla base dell'articolo 13 del “codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza” d. lgs. 12/012019 n.14, debbono essere considerati indicatori di crisi d'impresa “gli squilibri di carattere reddituale, patrimoniale finanziario rilevabili attraverso appositi indici che siano in grado di evidenziare la sostenibilità dei debiti per almeno sei mesi successivi e la prospettiva di continuità aziendale per l'esercizio in corso o quando la durata residua dell'esercizio al momento azione è inferiore a sei mesi e mesi successivi.” Il compito di elaborare tali indici è stato affidato al Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili.<sup>32</sup>

---

<sup>31</sup> OIC 6, Organismo Italiano di Contabilità, Luglio 2011. Principi Contabili, Ristrutturazione del debito e informativa di bilancio

<sup>32</sup> [https://www.giustizia.it/cmsresources/cms/documents/Rordorf\\_codice\\_crisi\\_insolvenza\\_Sott2017.pdf](https://www.giustizia.it/cmsresources/cms/documents/Rordorf_codice_crisi_insolvenza_Sott2017.pdf)

## 2.1. LA DEFINIZIONE DELLO STATO DI CRISI E DELLE SUE FASI

Prima di definire gli aspetti fondamentali del concetto di crisi aziendale, è opportuno fare una distinzione tra il declino e la crisi aziendale stessa.<sup>33</sup>

Tra le definizioni che si sono date del declino aziendale, le più significative sono quelle che rintracciano nell'incapacità dell'impresa di adattarsi all'ambiente che la circonda; condizione che progressivamente pone l'impresa nella difficoltà di reperire risorse finanziarie disponibili.

Il declino coincide quindi con la perdita di valore dell'impresa quantificabile con la riduzione del reddito prodotto. In particolare, esso può essere collegato al concetto di distruzione del valore aziendale inteso come valore del capitale economico.<sup>34</sup>

Un'impresa, quindi, si può considerare in declino quando, ad esempio, presenta una riduzione sensibile della sua capacità reddituale che possa far presupporre un aumento della probabilità che questa si traduca in difficoltà di natura finanziaria con conseguente riduzione del suo valore nel complesso. Il tutto si traduce in un processo lungo e graduale nel tempo e progressivamente passa da reversibile a irreversibile, manifestandosi verso l'esterno nel momento stesso in cui si passa dal declino alla crisi. Questo può essere individuato come punto di non ritorno della vita dell'impresa. Il declino quindi si tramuta in crisi quando il progressivo peggioramento della situazione economico finanziaria dell'impresa diviene evidente ed oggettiva anche all'esterno divenendo irreversibile in mancanza di interventi efficaci.<sup>35</sup>

Le crisi aziendali richiedono l'intervento di professionisti sia in sede di giudizio valutativo, che deve essere imparziale ed affidabile, che in sede operativa, al fine di raggiungere la migliore soluzione per lo stato di crisi adottandone particolari precauzioni.

La corretta individuazione dello stato di crisi, delle sue cause e del livello di gravità hanno come scopo principale non solo quello di fornire solide basi per prendere eventuali provvedimenti in chiave risolutiva ma, anche quella di prevenire possibili sviluppi negativi dovuti al trend economico-finanziario assunto dall'impresa.

Esso non può essere determinato e valutato solamente in modalità "statiche", ma anche analizzato secondo il suo percorso di nascita ed evoluzione.

La crisi aziendale può essere, nel suo percorso, analizzata da quattro punti di vista:

---

<sup>33</sup> GUATRI, L. (1995). *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*. (pp 105-113). Milano. Egea.

<sup>34</sup> BERTOLI, G. (2000). *Crisi d'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore*. (pp 14-18). Milano. Egea.

<sup>35</sup> ARCURI, I., & BOSTICCO, P. (2014). *La crisi d'impresa oggetto di risanamento*. In I. ARCURI, & P. BOSTICCO, *Il piano di risanamento attestato e il nuovo sovraindebitamento*. Milano: Giuffrè.

1. L'incubazione. È la fase iniziale nel quale possono essere evidenziati i primi effetti della crisi che spesso coincidono con un minor valore della produzione, eccedenza di magazzino, ed un progressivo “scoordinamento” tra fonti e impieghi finanziari. È una fase preliminare nel quale è ancora possibile intervenire con una serie di azioni che potrebbero, se applicate tempestivamente, convertire la fase di crisi in uno status reversibile.
2. Maturazione. In tale fase di consolidamento della crisi d'impresa si cominciano anche ad intravedere risultati contabili di esercizio che divengono progressivamente negativi per un lasso temporale di solito superiore ai 12 mesi. Sono quindi riscontrabili perdite di esercizio che incidono in maniera negativa sul valore del patrimonio aziendale e il mancato coordinamento tra le fonti e gli impieghi anche a breve termine, può trasformarsi in una vera crisi di liquidità strutturale. In questo caso, al fine di evitare ulteriori peggioramenti in chiave economico finanziaria, è necessario un intervento rispetto alla precedente fase più incisivo, che porti a modifiche strutturali anche nel medio e lungo periodo.
3. Insolvenza. Il mancato coordinamento tra debiti a breve termine e quindi, obbligazioni assunte con soggetti terzi scadenti in un breve lasso temporale e le disponibilità liquide o liquidabili a breve termine. In questa fase l'azienda è incapace di poter adempiere alle obbligazioni assunte con soggetti terzi, anche di breve termine, con ripercussioni negative sulla capacità di approvvigionamento di materie prime, erogazione di prodotti e servizi clienti finali e gestione ordinaria. Arrivata questa fase, si reputa necessaria per l'azienda un'attività di “turnaround” come, ad esempio, la ristrutturazione del debito o una riorganizzazione delle scadenze con trasformazioni, ove possibile, di debiti a breve termine in debiti a medio lungo termine.
4. Dissesto. In tale fase, l'azienda, ha già palesato il suo stato di insolvenza sul mercato e si è dimostrata incapace di avviare azioni di “turnaround” al fine di riportare la situazione economica e finanziaria ad uno stato di reversibilità. Anche l'immagine ed il brand aziendale risultano compromessi all'occhio degli stakeholder e rimangono poche opzioni se non quella della procedura concorsuale di natura giudiziale o stragiudiziale.

Lo stato di crisi, quindi, dovrebbe essere analizzato non solo nella fase terminale ma il processo valutativo dovrebbe analizzare anche il quadro evolutivo. Identificare un'azienda in crisi, infatti, non è solamente un modo attraverso cui è possibile riportare una struttura produttiva in una fase di efficienza ma anche, un modo per difendere gli investitori, i clienti, i fornitori e gli *stakeholder*.

## 2.2. LE TIPOLOGIE DI CRISI

Come prima approssimazione si può affermare che la crisi d'impresa si ha *quando «si crea uno squilibrio economico-finanziario, destinato a perdurare e a portare all'insolvenza e al dissesto in assenza di opportuni interventi di risanamento»*<sup>36</sup>

La crisi d'impresa è un fenomeno collegato al cambiamento e all'instabilità dell'ambiente nel quale l'impresa opera. Capire la tipologia di crisi che ha portato l'azienda ad essere meno efficace ed efficiente sui mercati è fondamentale al fine di operare con modalità per la ristrutturazione della situazione aziendale.<sup>37</sup>

È possibile, in prima analisi, distinguere fra crisi causate da motivi interni o endogeni ed esterni o esogeni.

### 2.2.1. Cause endogene della crisi

Tale tipologia di causa, va rilevata in sede dell'orientamento strategico dell'azienda o di particolari politiche gestionali.<sup>38</sup>

È possibile definire le crisi endogene valutandole anche in senso temporale, riferendosi in questo caso ad errori compiuti nella strutturazione di una nuova impresa (crisi di nascita) oppure successivamente alla costituzione, in errori che si sono palesati durante il periodo della gestione (crisi di gestione).<sup>39</sup>

Aldilà di questa prima distinzione, è possibile rilevare varie tipologie di crisi endogene tra queste:

- Crisi di inefficienza. In questo caso l'azienda non fornisce delle prestazioni economiche e finanziarie conformi a quelle della media della concorrenza. L'area della produzione è quella maggiormente coinvolta per vari motivi come, ad esempio, inefficienza della struttura produttiva, efficiente impiego della manodopera, inefficienza operativa. In particolar modo quest'ultima, può palesarsi sia a livello di eccessivi costi di prodotto che di bassi volumi di produzione a fronte di costi e di richieste elevate. Inefficienza operativa si può palesare in crisi operative che determinano risultati negativi sia a livello di costi di prodotto che a livello di indici di inefficienza produttiva.<sup>40</sup>

---

<sup>36</sup> DANOVI, A. & QUAGLI, A. (2008). *Gestione delle crisi aziendale e dei processi di risanamento prevenzione e diagnosi, terapie, casi aziendali*. Ipsa.

<sup>37</sup> FALINI A. (2018). *Le cause della crisi d'impresa*. McGraw-Hill Education.

<sup>38</sup> SLATTER, S. & LOVETT, D. (1999). *Corporate Turnaround*. Harmondsworth. Penguin books.

<sup>39</sup> DANOVI, A. & QUAGLI, A. (2008). *Gestione delle crisi aziendale e dei processi di risanamento prevenzione e diagnosi, terapie, casi aziendali*. Ipsa.

<sup>40</sup> FAZZINI, M. (2011). *Analisi di bilancio. Metodi e strumenti per l'interpretazione delle dinamiche aziendali*. Milano. Ipsa.

Al tempo stesso l'inefficienza operativa, non si evidenzia solo nella funzione operativa stessa ma, al contrario, può essere rilevata anche nel settore amministrativo come avviene ad esempio nel caso di carenze nel sistema informativo. Ciò non di meno si possono avere a livello operativo, crisi di efficienza anche nel sistema organizzativo, nelle programmazioni a breve medio e lungo termine. Le crisi di inefficienza possono riguardare anche la gestione finanziaria come avviene, ad esempio, nel contrattare l'ottenimento di un credito a condizioni poco vantaggiose per l'impresa oppure, nel programmare investimenti di capitale in strumenti finanziari dal ritorno sia economico che finanziario incerto ma in ogni caso inefficiente. Crisi determinata dai prodotti. Tale tipologia di crisi che, in prima analisi sembrano legate alla crisi di inefficienza, possono riguardare in questo caso anche altri aspetti dei prodotti offerti dall'impresa come il mix di prodotti rispetto a quello della concorrenza e si configura, in termini di mercato, in una perdita di quote mentre, da quello contabile, con una riduzione dei risultati economici conseguiti sicuramente inferiori rispetto a quelli della media dei competitor.

- Crisi da sovrapproduzione. Tale crisi è rilevabile quando, all'interno di un settore, la capacità produttiva risulta essere superiore rispetto a quanto la domanda riesca ad assorbire. L'azienda produce in misura superiore rispetto alla domanda proveniente dal mercato, in tale situazione si assiste ad un peggioramento degli indicatori reddituali, finanziari e di attività. Si innesca, in questo caso, un eccesso di offerta che provoca per l'impresa una riduzione percentuale della propria quota di mercato e verosimilmente, una riduzione del proprio fatturato, un rallentamento della rotazione del magazzino, che tende ad aumentare, diventando in parte immobilizzato, con effetti negativi sulla stessa situazione finanziaria.<sup>41</sup> Spesso questo porta il ricorso in misura crescente all'indebitamento di breve termine, ottenuto sia chiedendo maggiori dilazioni ai fornitori, sia utilizzando al massimo le linee di credito. La crisi potrebbe essere ancora più grave nel caso in cui i prodotti fossero soggetti ad obsolescenza.
- Crisi da squilibrio finanziario e patrimoniale. Si fa riferimento in questo caso a crisi sopraggiunte per imprese che fanno un eccessivo uso del *Leverage* con una corrispondente mancanza di equilibrio tra risorse a breve termine e impegni per debiti a breve termine. Questo porta, progressivamente, ad una insufficienza della riserva di liquidità e ritardi nelle scadenze di pagamento. Gli squilibri finanziari a loro volta possono generare la necessità di ricorrere al mercato del credito con maggiori oneri finanziari che concorrono al peggioramento dei risultati economici. Allo stesso modo gli squilibri patrimoniali, che caratterizzano aziende con un basso grado di patrimonializzazione, incidono in maniera determinante attraverso un ampio ricorso a forme di finanziamento. In periodi di congiuntura negativa, nel caso in cui parte delle attività immobilizzate sono finanziate con debiti a breve termine, si riscontrerà difficoltà di reperimento di nuovo capitale di debito visto l'alto indebitamento già in corso

---

<sup>41</sup> FALINI A. (2018). *Le cause della crisi d'impresa*. McGraw-Hill Education.

con ripercussioni altamente negative sulla possibilità che l'impresa possa adempiere ai propri impegni finanziari e breve termine.

- Crisi connessa alla carenza di pianificazione e innovazione. Le imprese spesso hanno come unico obiettivo quello dell'ottenimento di risultati sia economici che finanziari a breve periodo. In questo caso le strategie e la pianificazione di medio lungo periodo vengono curate in maniera marginale. Questo può portare a peggioramenti nei risultati di medio e lungo periodo. Tali difficoltà possono essere sia di natura economica (una riduzione della capacità di produrre reddito) che finanziaria (incapacità dell'impresa di adempiere ai propri impegni finanziari). La mancanza di una strategia di una pianificazione di lungo periodo spesso si concretizza in una cronica assenza di innovazione con un limitato utilizzo di risorse per ricerca e sviluppo che si traduce in una progressiva riduzione della quota di mercato ed un peggioramento di fatturati e in particolare ed equilibri contabili in generale marginali.

### 2.2.2. Cause esogene della crisi

In questo ambito possono sicuramente ricadere anche gli errori strategici caratteristici delle cosiddette trappole della crescita. Nel processo di crescita, infatti, alcune aziende possono avere degli squilibri nel caso in cui la modalità di programmazione e progettazione dello sviluppo delle dimensioni, non corrispondano nei tempi e nelle modalità con quanto poi nei fatti effettivamente si verifica.<sup>42</sup>

Il percorso di crescita aziendale comporta l'assunzione consapevole dei rischi volontari oltretutto necessari per lo sviluppo. Le possibili problematiche che possono essere rilevate in questo ambito sono quelle relative:

- a crescite non pianificate razionalmente e contenenti errori rilevati per la loro attuazione;
- allo sviluppo troppo veloce in rapporto alla dimensione della struttura e dell'organizzazione aziendale che portano ad un eccessivo indebitamento e a squilibri finanziari nel breve termine;
- Ad uno sviluppo dimensionale indotto dal management per fini non attinenti agli obiettivi e agli interessi degli *stakeholder* ma, al contrario per i propri.

In generale, è possibile però affermare che le cause esterne fanno riferimento a fattori di crisi che non sono controllabili dal vertice aziendale. Spesso tali fattori coinvolgono uno più settori economici.<sup>43</sup>

I fattori che influenzano crisi esterne all'azienda possono essere ad esempio crisi economiche (calo della domanda, aumento della disoccupazione o aumento delle materie prime), crisi ecologiche (quelle legate a fenomeni dannosi per l'ambiente che hanno ripercussioni negative anche sul sistema produttivo ed economico)

---

<sup>42</sup> DANOVI, A. & QUAGLI, A. (2008). *Gestione delle crisi aziendale e dei processi di risanamento prevenzione e diagnosi, terapie, casi aziendali*. Ipsos.

<sup>43</sup> SIDREA (2019). *Linee guida per la valutazione di aziende in crisi*” A cura del Gruppo di Lavoro multidisciplinare “Standard di Valutazione nelle Crisi Aziendali” - CNDCEC.

oppure crisi catastrofiche (si fa riferimento in questo caso ad eventi naturali accidentali che vanno a colpire inevitabilmente anche il tessuto produttivo ed economico della zona colpita).

È opportuno anche valutare come situazioni patologiche che riguardino alcune aziende, già in crisi per fattori interni, possono essere aggravate da fattori di crisi esterni.

Tra i fattori esterni di crisi per un'impresa, è ampiamente riconosciuta la posizione che individua negli elementi macroeconomici, i principali fattori di probabilità di crisi per singole imprese come sempre avviene per crisi dei mercati finanziari (un rialzo dei tassi può incidere in maniera determinante e negativa sulla situazione finanziaria dell'impresa fortemente indebitata che fa uso ad esempio, di leva finanziaria) o crisi indotte da carenze e inefficienze dei sistemi bancari oppure da carenze relative alle infrastrutture essenziali e tensioni di scenari geopolitici.

### **2.2.3. Crisi economica e crisi finanziaria nella valutazione delle imprese**

La crisi d'impresa può essere indagata e valutata da due punti di vista, tra essi strettamente collegati:<sup>44</sup>

- La crisi economica che coincide con una riduzione delle performance reddituali dell'impresa, spesso per cause operative, dinamiche di settore o inefficienze operative e del modello di business aziendali.
- La crisi finanziaria, che si caratterizza, rispetto alla prima, da una riduzione nella capacità dell'impresa di poter adempiere ai propri impegni finanziari a breve termine, che si concretizza in un eccesso di debito rispetto alle performance reddituali e di flusso di cassa attesi dalla gestione operativa, sia in un arco temporale breve che lungo. Questo porta ad un incremento di rischiosità ed un aumento della probabilità di insolvenza nel caso in cui, tale incapacità sia associata ad una difficoltà ad accedere al nuovo debito.

In particolare, questa seconda dimensione di criticità dell'attività aziendale può assumere un duplice aspetto. Può, ad esempio, manifestarsi come un eccesso di debito rispetto alle risorse ma non ha difficoltà di natura finanziaria a breve termine. La situazione potrebbe essere risolta o attraverso una rinegoziazione delle scadenze della situazione debitoria, oppure attraverso una ricapitalizzazione. Un secondo scenario invece nel quale la situazione finanziaria sia carente a breve termine, ma nel quale al tempo stesso quella medio lungo termine sia ancora positiva. In questo caso sarà sufficiente rinegoziare le scadenze dei debiti a breve termine attraverso una loro ristrutturazione ed una revisione a lungo termine.

Il terzo, lo scenario più compromesso, è quello in cui l'impresa sembra incapace senza l'intervento esterno, di soddisfare i flussi di cassa richiesti dal debito.

---

<sup>44</sup> FERRARO O. (2014). *La crisi d'azienda*, in Liberatore G., *La valutazione delle aziende in crisi*, Milano, Giuffré



In questo contesto la valutazione del capitale è di grande importanza al fine, ad esempio, di capire la convenienza tra l'opzione di liquidazione e quella di continuità aziendale, nella gestione che passa attraverso la scelta di piani alternativi alla ristrutturazione.

Le criticità nella valutazione del capitale risulta complessa soprattutto in relazione alle incertezze che gravano sul futuro dell'azienda in chiave strategico operativa oppure sulla stima del valore di liquidazione.

## CAPITOLO 3

### VALUTAZIONE DELL'IMPRESA IN CRISI

Valutazione, come precedentemente visto, significa fornire un giudizio complessivo, in un particolare momento, di una struttura che può avere sfaccettature molto più complesse di quanto una semplice analisi possa fornire.

Se questo rappresenta una considerazione che vale in generale, essa assume un ruolo ancora più importante in un campo come quello aziendale, nel quale la strutturazione e la segmentazione di ogni processo è fondamentale al fine del buon funzionamento delle strutture aziendali nella loro complessità.

Valutare un'azienda, è quindi un processo complesso che assume un diverso significato a seconda del momento in cui tale valutazione viene prodotta.<sup>45</sup>

Se valutare un'azienda quando questa produce risultati economici e finanziari in equilibrio rappresenta una semplice analisi che può fornire agli *stakeholder* spunti di operatività e miglioramento, diverso è invece il caso in cui un'azienda venga valutata in periodo di crisi cioè quando essa è incapace di raggiungere gli obiettivi economici e finanziari che possano permettergli di poter efficacemente rimanere sul mercato.

In altre parole, quando l'impresa è in crisi.

Si parla spesso di crisi aziendale, anche se è difficile determinare con certezza quelle che sono le cause e, soprattutto, definire quelli che sono i punti focali che permettono di scegliere e adottare le misure più adeguate per affrontare le difficoltà che emergono in un periodo negativo per l'impresa.<sup>46</sup>

È quindi opportuno definire efficaci strumenti e metodologie che permettano di valutare l'azienda in queste particolari situazioni, fornendo importanti informazioni, utili al fine di valutare le diverse opzioni a disposizione dei soggetti esterni ed interni all'azienda. Tali informazioni saranno quindi di fondamentale importanza per esprimere un giudizio affidabile ed imparziale al fine di strutturare un percorso di risanamento e di riorganizzazione che possa essere il più efficace ed efficiente possibile in chiave di risoluzione della crisi.<sup>47</sup>

La valutazione dell'azienda permetterà, in questo contesto, di conoscere il valore dell'impresa e delle sue componenti patrimoniali, il suo trend economico-finanziario permettendo quindi un giudizio affidabile sulla convenienza alla prosecuzione dell'attività rispetto ad altre ipotesi di liquidazione.

Sarà inoltre possibile confrontare le diverse ipotesi evolutive dei piani aziendali che possano comunque fornire la maggiore soddisfazione dei creditori.

---

<sup>45</sup> BINI, M. (2015). *A cosa servono i principi di valutazione?* in "Press", disponibile su: [www.commercialisti.it](http://www.commercialisti.it), n.1

<sup>46</sup> FERRARO O. (2014). *La crisi d'azienda*, in Liberatore G. et al, *La valutazione delle aziende in crisi*, Milano, Giuffrè

<sup>47</sup> BINI M., (2019). *Le valutazioni nelle crisi e nelle situazioni di insolvenza delle imprese. Valutazione imprese in crisi*

Una delle maggiori difficoltà che caratterizzano le imprese in crisi emerge quando il valore contabile del capitale non coincide con il suo valore economico, quando il valore contabile dei debiti e dei flussi utilizzati per la valutazione economica dell'azienda hanno un elevato grado di incertezza.

Tutto ciò si traduce in una elevata discrezionalità nella valutazione che può fornire differenti risultati per uno stesso caso.

### 3.1. LA DIFFERENZA TRA CRISI E INSOLVENZA

Al fine della valutazione di imprese in crisi, è importante fare una distinzione tra “stato di crisi” e “insolvenza”. Non esistono teorie univoche di crisi e di insolvenza ma definizioni che ne possono dare un'idea in relazione a quella che è la difficoltà dell'impresa stessa. Nella teoria anglosassone, un'impresa è insolvente quando:<sup>48</sup>

- *Balance sheet test*: il totale dell'attivo risulta essere inferiore al valore nominale delle passività.
- *Equity test*: non è in grado di far fronte alle obbligazioni correnti utilizzando le risorse finanziarie a disposizione.

I due test spesso coincidono in quanto aziende che non riescono a far fronte alle proprie obbligazioni spesso hanno un valore dell'attivo inferiore al valore nominale delle obbligazioni debitorie.

Al tempo stesso, però, è ugualmente possibile riscontrare aziende che pur non passando l'*equity test* e quindi, da questo punto di vista risultando in crisi finanziaria e quindi insolventi, hanno comunque un valore dell'attivo superiore a quello del passivo e quindi, ipoteticamente risultando non insolventi secondo il *balance sheet test*.<sup>49</sup>

Anche in relazione allo stato di crisi, non esiste una definizione unanimemente riconosciuta del concetto di crisi. Si può comunque ipotizzare che lo stato di crisi sia uno stato antecedente rispetto a quello d'insolvenza. Lo stato di crisi, quindi, potrebbe ipotizzare uno stato di insolvenza futura probabile.

Quindi anche del concetto di crisi è possibile declinare due differenti alternative definizioni<sup>50</sup>

- Un concetto di crisi che si basa sulla definizione di insolvenza basata sul *Balance sheet test* cioè sullo sbilancio di valori tra attivo e passivo. In questo caso si definisce imprese in crisi, l'impresa che distrugge progressivamente valore. In questo caso l'impresa necessita di una ristrutturazione operativa per limitare ed invertire il processo di distruzione di valore che potrebbe portare nel medio periodo alla situazione di insolvenza.
- Se invece si adotta il concetto di insolvenza basata sull'*equity test* e quindi all'incapacità dell'impresa di far fronte ai propri impegni finanziari a breve termine, all'impresa in crisi sarà richiesta una ristrutturazione delle scadenze del proprio debito, ma non necessariamente ad una ricapitalizzazione.

---

<sup>48</sup> SIDREA (2019). *Linee guida per la valutazione di aziende in crisi*” A cura del Gruppo di Lavoro multidisciplinare “Standard di Valutazione nelle Crisi Aziendali” - CNDCEC.

<sup>49</sup> FERRARO O. (2014). *La crisi d'azienda*, in Liberatore G. et al, *La valutazione delle aziende in crisi*, Milano, Giuffrè

<sup>50</sup> BINI M., (2019). *Le valutazioni nelle crisi e nelle situazioni di insolvenza delle imprese. Valutazione imprese in crisi*

Questo significa che aziende che possono essere insolventi secondo l'*equity test*, possano risultare invece in una situazione ancora accettabile secondo il *balance sheet test*.

Altra distinzione tra crisi e insolvenza emerge dal Codice della Crisi d'Impresa (CCI).<sup>51</sup> Esso rappresenta un insieme di norme e *Best Practice* che riducono al minimo la discrezionalità nella valutazione di imprese in disequilibrio. Il codice della crisi d'impresa, da una definizione di insolvenza fondata sull'*equity test* definendola come “lo Stato del debitore che si manifesta con un inadempimento o altri fattori esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni”. Di conseguenza, lo stato di crisi viene definito come “lo stato di difficoltà economico finanziaria che rende probabile l'insolvenza del debitore, e che per le imprese si manifesta come l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente le obbligazioni pianificate”. Da quanto appena detto, è evidente che il CCI riconduce lo stato di crisi ad una situazione in cui la probabilità di insolvenza è verificata su un orizzonte temporale ristretto. Tale definizione, finisce comunque per escludere imprese che, pur non essendo formalmente in crisi, possono comunque presentare uno scenario probabile di insolvenza superiore rispetto ad aziende che operano in modo “ordinario”.<sup>52</sup>

I criteri adottati per la valutazione di impresa in condizioni “normali” non possono essere identici a quelli che vengono utilizzati da un'impresa in stato di crisi nel quale, coloro che sono chiamati a stimare il valore degli strumenti di *equity*, di debito ed ibridi emessi dall'impresa, dovranno valutare i diversi valori che l'attivo potrà assumere valutando scenari differenti, tra cui anche il default. Al contrario, nel caso di un'impresa in condizioni ordinarie quest'ultimo scenario non viene preso in considerazione e le poste dell'attivo risultano essere funzione lineare del valore dell'impresa stessa che risulterà, a parità di condizioni, superiore rispetto alla precedente.<sup>53</sup>

È quindi evidente che se vi sono imprese che il CCI non definirebbe in crisi ma che comunque hanno una probabilità di insolvenza non trascurabile, occorrerà utilizzare tecniche di valutazione che in questo caso non possono essere quelle utilizzate tradizionalmente per imprese in condizioni di equilibrio.

La distinzione tra crisi e di insolvenza può essere semplicemente sintetizzata nel *balance sheet test*.

È impresa insolvente l'impresa che ha il valore dell'attivo inferiore al valore nominale del debito e, quindi, è *out of the money*. In questa condizione quindi, si dovrà focalizzare l'attenzione sull'attivo, e le azioni correttive, dovranno essere indirizzate verso un riequilibrio tra attivo e passivo.

Un'impresa in crisi, al contrario, è ancora *in the money*, cioè, con un valore dell'attivo superiore al valore nominale del debito. Esiste comunque un trend che in assenza di azioni correttive, può portare l'azienda da

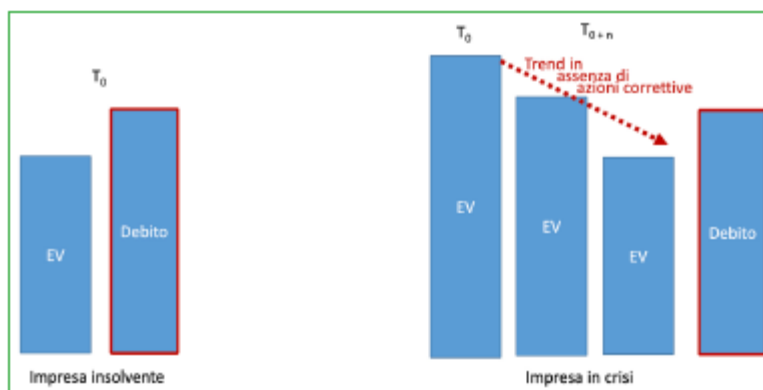
---

<sup>51</sup> SIDREA (2019). *Linee guida per la valutazione di aziende in crisi*” A cura del Gruppo di Lavoro multidisciplinare “Standard di Valutazione nelle Crisi Aziendali”. CNDCEC.

<sup>52</sup> BINI, M. (2015). *A cosa servono i principi di valutazione?* in “Press”, disponibile su: [www.commercialisti.it](http://www.commercialisti.it), n.1

<sup>53</sup>BINI M., (2019). Le valutazioni nelle crisi e nelle situazioni di insolvenza delle imprese. *Valutazione imprese in crisi*

una situazione *in the money*, ad una situazione *out of the money* con la creazione della vera e propria insolvenza. (Figura 1)



**Fig 3.1.1. “Balance sheet e distinzione fra impresa insolvente ed impresa in crisi”**

### 3.2. INDIVIDUAZIONE DELLO STATO DI CRISI E CONTESTO VALUTATIVO

Come visto in precedenza, la crisi è un processo degenerativo che, se tempestivamente rilevato, può essere affrontato con maggiore efficacia. La crisi, infatti, è preceduta da uno stadio di declino caratterizzato dal manifestarsi di criticità finanziarie più o meno evidenti associate spesso anche a criticità nei risultati economici. Oltre al concetto quindi di declino finanziario o economico e di crisi, c'è inoltre anche da evidenziare il concetto di insolvenza. Tali fasi si presentano temporalmente in modo distinto anche se sono funzionalmente collegate. È possibile inoltre affermare, che una situazione di crisi non porta necessariamente all'insolvenza, ma l'insolvenza è comunque il risultato di uno stato di crisi aziendale.<sup>54</sup>

Le concause che innescano il processo di deterioramento dei risultati economico finanziari che caratterizzano la gestione aziendale sono importanti soprattutto nella loro evoluzione permettendo di qualificare in sede di valutazione le crisi come reversibili o irreversibili.

In relazione ai dati economico finanziari acquisiti in chiave storica e prospettica, è possibile definire tre contesti valutativi:

- Impresa in tensione finanziaria (nel quale l'equilibrio economico può essere o meno rilevato)
- Azienda in disequilibrio economico in crisi reversibile
- Azienda in disequilibrio economico in crisi irreversibile

<sup>54</sup> FERRARO O. (2014). *La crisi d'azienda*, in Liberatore G. et al, *La valutazione delle aziende in crisi*, Milano, Giuffrè

### 3.2.1. Azienda in tensione finanziaria

Si parla di tensione finanziaria quando l'azienda è in difficoltà ad adempiere alle proprie obbligazioni. In chiave prospettica, rischia l'insolvenza per l'incapacità di creare flussi di cassa capaci di coprire le necessità finanziarie a breve termine. Nel caso in cui tale situazione non sia transitoria ma strutturale, si passa dal primo contesto valutativo al secondo contesto, cioè di crisi reversibile, e in questo caso le contromisure adottate non sono definibili in modo oggettivo. In chiave valutativa deve essere quindi l'esperto, in un arco temporale più lungo, a definire la posizione e il contesto valutativo dell'azienda.

Valutare l'azienda in *Going concern* cioè in uno stato di continuità gestionale può comunque essere un'opzione riguardante una parte o un ramo della struttura aziendale complessiva. Come già visto precedentemente il disequilibrio economico può essere risultato di vari fattori operativi, organizzativi, strategici o di settore. Il declino porta progressivamente nel caso in cui non sia individuato e attraverso opportuni provvedimenti, corretto, ad una crisi conclamata e all'insolvenza aziendale.<sup>55</sup>

Il contesto valutativo di tensione finanziaria invece riguarda aziende con temporanei squilibri finanziari nel quale l'impresa non è in grado di poter adempiere i propri impegni finanziari a breve termine utilizzando flussi di cassa generati dalla gestione ordinaria. Questo porta ad una maggiore probabilità prospettica di insolvenza.<sup>56</sup> In questo contesto valutativo può essere inserita anche l'azienda che si trova in situazione di sovra indebitamento, che, in questo caso è in una situazione di perdurante squilibrio tra le obbligazioni assunte e il patrimonio liquidabile. (*Art 6 legge 3/2012*).

In questo caso la tensione finanziaria e quindi la valutazione dell'azienda deve essere fatta tenendo conto non solo dello squilibrio attuale ma anche prospettico tra attività e passività correnti che porta quindi a una tensione finanziaria attuale con una maggiore probabilità di insolvenza prospettica. In entrambe le situazioni il professionista che si occupa della valutazione dell'azienda, deve tener conto delle cause che l'hanno originata predisponendo gli strumenti a cui l'azienda deve far ricorso per fronteggiare la situazione di squilibrio come ad esempio:

- Realizzo di attività accessorie
- Rinegoziazione e ristrutturazione del debito
- Ricapitalizzazione.

Il professionista deve in questo caso tener conto della probabilità di successo degli interventi e, soprattutto per realtà di minori dimensioni la possibilità di predisporre piani realmente efficaci che prevedano flussi finanziari futuri o miglioramenti della situazione economica.

---

<sup>55</sup> BINI M. (2020). *Principi e formula generale di valutazione delle imprese a rischio di non sopravvivenza*, rischio di non sopravvivenza volume 3

<sup>56</sup> ONESTI T., ROMANO M. (2014), *Le problematiche valutative delle aziende in crisi*, in Liberatore G. La valutazione delle aziende in crisi, Milano, Giuffrè

In mancanza di tali piani, dovrà essere il professionista a predisporre previsioni dei flussi finanziari futuri e dei risultati economici prospettici sulla base della documentazione acquisita.

### **3.2.2. Azienda in disequilibrio economico in crisi reversibile**

La valutazione dell'azienda in crisi in questo contesto valutativo, si differenzia dagli altri due perché, in questo, può essere riscontrata una discontinuità tra i valori economico finanziari attuali e quelli che ci si attende l'azienda otterrà in futuro dopo gli interventi correttivi apportati.

In questo caso, il professionista si trova di fronte ad aziende che potranno in futuro continuare la propria attività alla fine di un processo di miglioramento di efficienza delle criticità rilevate in chiave organizzativa e gestionale dei processi aziendali. Vista la differenza tra i risultati pre e post intervento, la valutazione dei dati storici di azienda che si trovi in disequilibrio economico ma in crisi reversibile, ha poco significato visto che ci si aspetta, in chiave di risultati, un miglioramento futuro delle performance aziendali.<sup>57</sup> Il professionista può comunque utilizzare per la valutazione, i dati storici solamente per quegli aspetti della gestione per il quale non sono prevedibili significativi miglioramenti per il futuro oppure per strutturare una base di calcolo sulla quale apportare i successivi *target* di miglioramento. I piani di miglioramento in questo caso faranno riferimento a dati storici che progressivamente saranno depurati degli effetti negativi.

Il professionista quindi si occuperà della predisposizione di tali piani strutturati in chiave prospettica e temporalmente definita in chiave analitica ed articolata secondo scadenze ben identificate. Verranno quindi indicati anche i momenti e le modalità in cui si ritiene che non solo le condizioni economiche, ma anche quelle finanziarie patrimoniali saranno ripristinate verificando anche l'attendibilità e la realizzabilità delle stime e delle previsioni fatte in relazione all'attività di risanamento aziendale.

Nella valutazione di un'azienda in disequilibrio economico ma in crisi reversibile, si dovrà tener conto della continuità aziendale in termini di gestione ed il valore del complesso economico, dovrà quindi tenere conto dei futuri flussi finanziari a cui l'attività di ristrutturazione dovranno tendere.

L'approccio analitico permette quindi di valutare il miglioramento in termini temporali sulla base di una pianificazione fatta dal professionista che dovrà portare ad un miglioramento dei flussi attesi che saranno separatamente valutati e determinati per ogni anno considerato.

L'approccio analitico porterà anche all'utilizzo di tassi di attualizzazione applicabili alla valutazione di singoli rami dell'azienda. Nella valutazione degli interventi correttivi all'interno della gestione aziendale, il professionista può far riferimento ad interventi che siano difficilmente verificabili come ad esempio:

- L'abbattimento di costi mediante la riduzione delle retribuzioni in assenza di un accordo sindacale concluso;

---

<sup>57</sup> BINI M. (2020). *Principi e formula generale di valutazione delle imprese a rischio di non sopravvivenza*, rischio di non sopravvivenza volume 3

- Prosecuzione di accordi di vendita che potrebbero essere precisi.

### **3.2.3. Azienda in disequilibrio economico in crisi irreversibile**

Nel caso in cui l'azienda non sia più in grado di garantire la copertura del fabbisogno finanziario a breve e lungo termine attraverso risorse disponibili e la redditività sia definitivamente compromessa in modo tale da non poter garantire flussi finanziari futuri che possono permettere a loro volta copertura finanziaria, si è in presenza di un'azienda in disequilibrio economico e crisi irreversibile. L'azienda in questo caso non può essere valutata nel suo insieme perché mancano le condizioni minime necessarie per garantire la continuità aziendale e, quindi, non potrà più essere considerata come un complesso di beni coordinati che hanno un valore superiore al valore di ogni singolo bene ma, al contrario, devono essere considerati come un insieme disgiunto di beni valutabili in quanto tali.<sup>58</sup> Il contesto di riferimento è quindi quello liquidatorio e rappresenta l'ultima fase valutativa del contesto aziendale nel quale si prende atto che la normale operatività gestionale aziendale è compromessa. Il professionista in questo caso si muoverà all'interno di un contesto valutativo nel quale prenderà coscienza della situazione economico finanziaria e patrimoniale dell'azienda e proverà ad applicare metodi e rimedi con l'unico scopo di limitare ulteriori danni agli azionisti e agli *stakeholder*.

Il professionista quindi si limiterà ad una valutazione dei singoli beni da cedere che costituiranno quindi la base per tutte le operazioni di cessione dei beni considerati come disgiunti all'interno di un contesto nel quale la continuità aziendale non è più rilevabile per il futuro.

### **3.3. DETERMINAZIONE DEL VALORE DI AZIENDE IN CRISI**

La determinazione del valore delle aziende in crisi non può prescindere da quanto sopra detto.

È indubbio che la stima debba far riferimento ad un insieme di attività strettamente connesse tra loro che possono portare oltre che alla determinazione del valore, anche alla definizione di procedure e per un piano di risanamento in relazione allo stato della crisi aziendale. Il processo di valutazione passa da un'analisi preliminare, nel quale viene identificato il contesto valutativo che porta ad un'analisi aziendale della gestione da un punto di vista economico finanziario. In questo caso l'obiettivo principale è quello di capire le origini e le cause della crisi. Si procede poi alla valutazione vera e propria che passa per la definizione di ipotesi all'interno di una gamma di scelte.

---

<sup>58</sup> SIDREA (2019). *Linee guida per la valutazione di aziende in crisi*” A cura del Gruppo di Lavoro multidisciplinare “Standard di Valutazione nelle Crisi Aziendali” - CNDCEC.



Nel processo di determinazione delle cause della crisi, delle varie opportunità di scenari futuri di risanamento, occorre tenere in considerazione alcune variabili di grande importanza:<sup>59</sup>

- Le cause dello stato di crisi per l'impresa
- La dimensione della criticità
- Il lasso temporale che divide lo stato attuale dell'impresa fino al momento della sua eventuale cessazione in caso di assenza di interventi correttivi
- La definizione delle opzioni per il governo e il superamento della crisi
- La necessità di attività collaborative anche da parte del management aziendale che deve, in questo caso, riconoscere la necessità di interventi correttivi in mancanza dei quali l'azienda andrebbe incontro alla cessazione.
- La definizione dei tempi previsti per la messa a punto, la gestione e la valutazione dell'azione correttiva.

### **3.3.1. La valutazione di azienda: processi valutativi e configurazioni di valore**

In presenza di tensione finanziaria e, al tempo stesso in crisi d'impresa, la valutazione può essere effettuata seguendo due differenti filoni operativi:

1. L'azienda viene valutata sulla base del suo assetto strategico gestionale strutturale (*Sgs*) invariato (*as it is*). In questo caso, per effettuare l'azione valutativa ci si basa sulla ipotesi di assenza di azioni correttive. L'azienda viene in questo caso valutata sull'assetto strutturale attuale ipotizzando quindi che la crisi sia reversibile. Tale tipologia di valutazione può portare a una doppia configurazione di valore. La prima, strettamente riferita alla crisi non irreversibile, valuta l'azienda come complesso funzionante. Gli elementi da valutare sono analizzati in forma atomistica o, alternativamente, attraverso combinazioni parziali. (Valore di un complesso in liquidazione *As it is*).
2. La seconda tende a valutare l'azienda ipotizzando una serie di azioni correttive (*As it may be*) e tutto il processo valutativo viene, in questo caso, strutturato sulla base dell'efficacia delle azioni correttive poste in essere che possano incidere in maniera diretta sull'*Sgs* in atto sull'intera azienda o su una parte di essa.

Da quanto detto è possibile concludere che i processi valutativi aziendali possono essere articolati in tre differenti configurazioni di valore:<sup>60</sup>

---

<sup>59</sup> SIDREA (2019). *Linee guida per la valutazione di aziende in crisi*” A cura del Gruppo di Lavoro multidisciplinare “Standard di Valutazione nelle Crisi Aziendali” - CNDCEC.

<sup>60</sup> SIDREA (2019). *Linee guida per la valutazione di aziende in crisi*” A cura del Gruppo di Lavoro multidisciplinare “Standard di Valutazione nelle Crisi Aziendali” - CNDCEC.

1. Configurazione di valore economico di mercato applicabile in caso di valutazione di aziende con prospettive di continuità con assetti gestionali invariati o nel caso di aziende in difficoltà per le quali sia possibile la prosecuzione dell'attività con interventi correttivi sugli assetti gestionali, recependo pertanto nella valutazione gli effetti della discontinuità. Utilizzando criteri che fanno riferimento a tale configurazione si esegue una valutazione del capitale economico dell'intera azienda o di alcune delle sue parti, fatte in *Sgs* come ad esempio complessi aziendali che pur essendo in declino o crisi, sono destinati alla continuità. Nei casi in cui l'azienda ha autonomamente assetti strategici che possano ricondurre, in modo autonomo, al risanamento della situazione economico/finanziaria senza interventi correttivi (*as it is*). In condizioni diverse, il processo valutativo, in assenza di interventi correttivi, può essere riferito ad una struttura destinata alla liquidazione o alla cessione. È necessario, inoltre, valutare anche il lasso temporale che separa il momento della valutazione da quello della cessazione dell'azienda. In questo caso, occorre anche tener conto, del valore residuo dell'azienda al momento della cessazione. (*Terminal value*)
2. Configurazione a valore dell'investimento. Il valore d'investimento è un valore di tipo soggettivo utilizzato in caso di valutazioni a supporto delle decisioni d'acquisto da parte di potenziali investitori. È una valutazione economica dell'intera azienda senza interventi (*as it is*) o alternativamente in presenza di azione correttive. Il valore aziendale è riferibile a un complesso disaggregato che corrisponde al valore di liquidazione dei singoli elementi del patrimonio analiticamente valutati. Tale definizione del valore aziendale ha come finalità quello della stima per la decisione di offerta dell'acquirente in una procedura concorsuale liquidatoria oppure in un concordato in continuità. Tale configurazione di valore può anche essere utile come valore di stima nel caso di acquisizione da parte di una società immobiliare in presenza di una ristrutturazione del debito. Tale configurazione è spesso utilizzata in un processo valutativo *as it may be* nel quale cioè sono presenti interventi correttivi.
3. Configurazione del valore di liquidazione. Viene in questo caso definito un valore funzionale alla quantificazione monetaria di un'azienda nel caso di liquidazione, ordinaria o forzata, rappresenta la configurazione di valore da determinare per la stima di aziende in crisi irreversibile o per la cessione atomistica dei singoli beni. È una valutazione finalizzata a rileggere il valore aziendale sia alla luce di interventi correttivi che coinvolgono l'intera struttura aziendale che in loro assenza. La valutazione in questo caso avviene tenendo conto del complesso unitario aziendale e tende a definire il valore di liquidazione utilizzato, soprattutto, al fine di stimare il valore di cessione dei beni aziendali in chiave liquidatoria. (Figura 3.3.1.1.)<sup>61</sup>

---

<sup>61</sup> SIDREA (2019). *Linee guida per la valutazione di aziende in crisi*” A cura del Gruppo di Lavoro multidisciplinare “Standard di Valutazione nelle Crisi Aziendali” - CNDCEC.

PROCESSO VALUTATIVO	CONFIGURAZIONI DI VALORE	FINALITÀ DELLA STIMA
Assetti SGS invariati	Valore di capitale economico	Stima del valore di cessione dell'azienda in funzionamento per gli organi di una procedura concorsuale liquidatoria
Assetti SGS invariati	Valore d'investimento	Stima per la decisione di offerta dell'acquirente in una procedura concorsuale liquidatoria
Assetti SGS invariati	Valore di liquidazione	Stima del valore di cessione dei beni aziendali per gli organi di una procedura concorsuale liquidatoria
Assetti SGS corretti	Valore di capitale economico	Stima del congruo valore di cessione dell'azienda in un concordato in continuità
Assetti SGS corretti	Valore di capitale economico	Stima del valore di conferimento di un'azienda in crisi in una società conferitaria in equilibrio
Assetti SGS corretti	Valore d'investimento	Stima per la decisione di offerta dell'acquirente in un concordato in continuità
Assetti S corretti	Valore d'investimento	Stima del valore di acquisizione di una società immobiliare (assumendo la ristrutturazione finanziaria del debito)

**Fig 3.3.1.1 Processo valutativo e configurazioni di valore.**

### **3.4. VALUTAZIONE DI AZIENDA IN CRISI: METODI DI VALUTAZIONE**

Come si è visto in tutta la trattazione, ci sono differenze fondamentali tra un'azienda che opera in contesti economico finanziari soddisfacenti, ed al contrario aziende che passando da fasi di declino, entrano in situazioni che, passando da un peggioramento dei risultati e delle performance economiche, portano a crisi ed insolvenze potenziali in futuro.

Nelle imprese in condizioni di equilibrio, esistono vari metodi di valutazione, applicabili a seconda della finalità che si vuole raggiungere. Allo stesso modo, la scelta del metodo di valutazione di un'azienda in crisi viene fatta tenendo presente il contesto valutativo, la configurazione del valore e la finalità dell'incarico.<sup>62</sup> I criteri di valutazione utilizzati per le imprese in condizioni "normali" possono essere efficacemente applicati ad alcune tipologie di imprese in crisi con particolare attenzione, in questo caso, alla situazione contestuale dell'azienda che si sta valutando ma soprattutto della finalità che si vuole raggiungere. Ad esempio, nel caso della valutazione di un'azienda finalizzata alla cessione all'interno di una procedura fallimentare, il professionista sarà chiamato alla valutazione di un patrimonio che in un breve lasso temporale potrebbe a sua volta rivelarsi inesistente. Allo stesso modo potrebbe incorrere nell'errore di sottostimare l'azienda non riconoscendo le potenzialità di ripresa endogene o esogene laddove esse siano esistenti. Diverse saranno le scelte fatte a seconda che si tratti di crisi reversibile o irreversibile, di crisi economica o finanziaria.

La scelta del metodo di valutazione è altresì condizionata dalla disponibilità di informazioni fondamentali per una oggettiva ed efficace valutazione d'azienda. La scelta, ad esempio, del metodo patrimoniale implica la necessità di poter avere a disposizione informazioni che permettano di definire il valore corrente dei beni che compongono il patrimonio aziendale. Allo stesso modo, il metodo basato sui flussi generati dalla gestione aziendale futura, deve basarsi sulla possibilità di poter fare delle verosimili previsioni sui risultati attesi dell'azienda.

La valutazione di aziende in crisi può essere effettuata utilizzando gli stessi criteri della valutazione di azienda in generale ma, ovviamente tenendo conto della situazione di crisi che caratterizza la gestione aziendale. Essa, quindi, può essere fatta attraverso differenti metodologie declinate dai principi italiani di valutazione (*Piv*)<sup>63</sup>

### **3.4.1. La valutazione patrimoniale**

Le valutazioni di tipo patrimoniale di aziende in crisi si prestano particolarmente per aziende che hanno una forte caratterizzazione patrimoniale. Nel caso in cui si è di fronte ad una crisi determinata da un disequilibrio economico, il metodo patrimoniale è adatto per determinare il valore degli *asset* ipotizzando differenti scenari come, ad esempio, la vendita atomistica dei beni stessi oppure la continuazione dell'attività.

Come per la valutazione patrimoniale di un'azienda in condizioni "normali" anche in questo caso essa può essere sia semplice che complessa (considerando in questo secondo caso anche i beni immateriali).

L'utilizzo di una valutazione di tipo patrimoniale, nella prospettiva di continuità aziendale in azienda in crisi, impone al professionista una rideterminazione dei beni che potrebbero essere sottoutilizzati (in una logica di sottoutilizzazione dovuta periodo di crisi). Il valore, quindi, potrebbe essere inferiore al valore corrente o al costo di sostituzione ed essere valutato sulla base dei benefici attesi. Risulta in questo caso utile anche l'utilizzo

---

<sup>62</sup> BINI M. (2020). *Principi e formula generale di valutazione delle imprese a rischio di non sopravvivenza*, rischio di non sopravvivenza volume 3

<sup>63</sup> SIDREA, & AA.VV. (2014). La valutazione delle aziende in crisi. In *Studi di valutazione d'azienda*. Giuffrè.

dei principi IAS 36 in tema di “riduzione durevole del valore delle attività”. Il metodo della valutazione patrimoniale sia esso semplice che complesso, è utilizzato soprattutto in una logica liquidatoria.

La ridefinizione del capitale netto rettificato permette comunque di ottenere una misura congruente delle potenzialità patrimoniali dell’impresa.

### **3.4.2. Le valutazioni reddituali**

L’utilizzo del metodo reddituale, si basa sull’assunto che la capacità reddituale dell’impresa sia la grandezza che meglio esprime il valore dell’azienda. Il metodo reddituale mette in particolare in evidenza il valore dell’azienda come sommatoria dei flussi economici ottenibili in un orizzonte temporale ampio ma limitato da parte dell’azienda.<sup>64</sup>

Al fine di poter definire il valore dell’azienda in crisi utilizzando tale criterio, è necessario tener conto dei risultati economici attraverso la verifica dei flussi reddituali passati, ma anche quelli che saranno prodotti in relazione alle tecnologie, i mercati e la clientela potenziale, presente e futura. Nel caso di aziende in crisi, con situazioni di disequilibrio economico le valutazioni reddituali sono rese più complesse dal fatto che il reddito risulta essere negativo e quindi, potrebbero determinarsi situazioni in cui il valore stesso dell’azienda sia negativo, con risultati dei costi della ristrutturazione superiori rispetto al risultato ottenibile in caso di liquidazione. L’utilizzo del metodo reddituale deve, comunque, necessariamente tener conto dei costi della ristrutturazione e degli interventi che possano portare l’azienda ad avere risultati che possano migliorare i flussi economici in una prospettiva di medio lungo termine.

Nel caso di valutazione di imprese in crisi attraverso l’utilizzo del metodo reddituale, è necessario definire in particolare tre parametri:<sup>65</sup>

- Orizzonte temporale di riferimento;
- Definizione di flussi reddituali futuri normalizzati da interventi di correzione;
- Determinazione del tasso da impiegare per l’attualizzazione

Il processo di normalizzazione del reddito, fa riferimento a quelli conseguibili in futuro in rapporto alle caratteristiche attuali e agli interventi correttivi di razionalizzazione e ristrutturazioni oppure agli investimenti straordinari necessari per normalizzare la gestione aziendale. Nel caso in cui tale normalizzazione sia particolarmente difficoltosa, si potrà far riferimento al reddito operativo più che al reddito netto.

---

<sup>64</sup> SIDREA (2019). *Linee guida per la valutazione di aziende in crisi*” A cura del Gruppo di Lavoro multidisciplinare “Standard di Valutazione nelle Crisi Aziendali” - CNDCEC.

<sup>65</sup> SIDREA (2019). *Linee guida per la valutazione di aziende in crisi*” A cura del Gruppo di Lavoro multidisciplinare “Standard di Valutazione nelle Crisi Aziendali” - CNDCEC.

### 3.4.3. Valutazioni che esplicitano creazione di valore

I metodi misti detti anche *PIV*, esprimono il valore aziendale come somma di due componenti:<sup>66</sup>

1. valore patrimoniale stimato;
2. Il valore reddituale creato (o distrutto) inteso come avviamento positivo (*Goodwill*) o negativo (*Badwill*) pari al valore dei sovraredditi creati utilizzando le attività a disposizione.

In questo caso viene utilizzata, per la valutazione nella configurazione *EVA* la formula:<sup>67</sup>

$$V_e = K'_0 + \sum_{t=1}^n (Ro_t - i''Ko_{t+1})(1 + io)^{-t} + Vba - PFN$$

La formula mette in evidenza la valutazione in termini algebrici, dell'azienda attraverso la valutazione del patrimonio più l'attualizzazione dei flussi finanziari in un arco temporale tra i cinque e i 10 anni. Essa, assume varie ipotesi sull'entità del patrimonio a cui viene applicato un saggio di rendimento normale. Per valutare infine il valore dell'azienda, vengono anche sottratte le passività finanziarie nette. Nel caso di aziende in crisi, i risultati economici negativi possono essere resi ancora più negativi dal valore attribuito ai cespiti ammortizzabili che, se da un lato fanno incrementare il valore del patrimonio, dall'altro, attraverso le quote di ammortamento, producono un'ulteriore riduzione del risultato economico d'esercizio già negativo per effetto della gestione. In questo caso sarà quindi utile procedere ad una rivalutazione dei cespiti entro i limiti della capacità reddituale dell'azienda per evitare che questo abbia ripercussioni negative sul valore generale della stessa. E in questo caso, la situazione di crisi permette all'azienda di rivalutare i cespiti ammortizzabili tenendo conto di un range funzionalmente applicabile sulla base della capacità di ammortamento dell'impresa che ne determina un limite massimo di valore.

### 3.4.4. Valutazioni di tipo finanziario

La valutazione dell'azienda con metodi finanziari, fa riferimento alla somma dei flussi di cassa ottenibili in futuro senza comunque andare a modificare l'equilibrio aziendale a cui, è possibile anche sommare il valore finale dell'azienda capitalizzata ed attualizzato. Tutti i flussi finanziari devono comunque essere normalizzati alla luce degli interventi di correzione. Alla base del metodo vi è la natura monetaria del reddito da attualizzare.<sup>68</sup>

---

<sup>66</sup> Bini M. (2020). *Principi e formula generale di valutazione delle imprese a rischio di non sopravvivenza*, rischio di non sopravvivenza volume 3

<sup>67</sup> SIDREA (2019). *Linee guida per la valutazione di aziende in crisi*" A cura del Gruppo di Lavoro multidisciplinare "Standard di Valutazione nelle Crisi Aziendali" - CNDCEC.

<sup>68</sup> <https://commercialisti.it/documents/20182/323701/Linee+guida+valutazioni+aziende+in+crisi.pdf>

Il metodo finanziario rappresenta un'evoluzione del metodo reddituale dove al criterio di competenza economica si sostituisce quello della competenza finanziaria, ossia entrate ed uscite. In termini operativi si individuano solo i costi e ricavi monetari eliminando gli effetti contabili tipici del principio di competenza economica.<sup>69</sup>

Nei periodi di forte evoluzione gestionale è possibile rilevare investimenti e disinvestimenti come avviene, ad esempio, per la dismissione dei rami d'azienda. Questo può creare disallineamento tra redditi economici e flussi finanziari. In queste fasi in cui la crisi aziendale è soggetta a forti interventi nella struttura gestionale ed operativa, i metodi finanziari con previsione analitica si lasciano preferire rispetto ad altri metodi almeno fino a quando gli interventi correttivi non abbiano permesso all'azienda di raggiungere una situazione stazionaria. Solamente, infatti, in condizioni di stabilità, nel medio lungo periodo flussi reddituali e finanziari coincidono. La crisi d'impresa e i vari metodi di valutazione sono direttamente correlati. La più recente esperienza storica ci ha mostrato che la crisi d'impresa deriva da cause economiche generali come ad esempio shock petroliferi, crisi finanziarie, bolle speculative e crisi sanitarie. Tali fattori scatenanti possono essere definiti come fattori esogeni. Oltre questo possiamo trovare anche fattori derivanti da cause settoriali o, in modo più particolare da cause aziendali come, ad esempio, l'inadeguatezza di vertici aziendali, eccessivo livello di costi, utilizzo di canali di distribuzione non corretti, basso livello del marketing ed errori nelle scelte finanziarie.<sup>70</sup>

L'analisi retrospettiva dell'azienda ha lo scopo di determinare le dinamiche, i trend economici e finanziari, definire la redditività, la dinamica degli investimenti, la variabilità dei flussi e la struttura finanziario economica in generale. Oltre questo deve essere, in periodo di crisi aziendale, valutata anche la capacità dell'impresa di essere flessibile ed elastica, cosa che permette in generale all'azienda di assorbire le fluttuazioni di volume.<sup>71</sup>

In contesto di crisi e quindi di discontinuità rispetto ai normali criteri di valutazione dei piani aziendali occorre tener conto anche dell'adeguatezza delle misure di cambiamento, della ragionevolezza e della verosimiglianza dei miglioramenti previsti nei processi aziendali che hanno portato la criticità ed è la coerenza tra le misure prese e quelle strategicamente impostate all'interno dell'azienda.

---

<sup>69</sup> SIDREA (2019). *Linee guida per la valutazione di aziende in crisi*" A cura del Gruppo di Lavoro multidisciplinare "Standard di Valutazione nelle Crisi Aziendali" - CNDCEC.

<sup>70</sup> Organismo italiano di Valutazione Convegno OIV Online. *La valutazione d'azienda post-Covid: fra interventi legislativa e incertezza di scenario*, 28 Giugno 2021

<sup>71</sup> Organismo italiano di Valutazione Convegno OIV Online. *La valutazione d'azienda post-Covid: fra interventi legislativa e incertezza di scenario*, 28 Giugno 2021

### 3.5. VALUTAZIONE DI IMPRESA IN CRISI DOPO L'EMERGENZA SANITARIA

La crisi di un'impresa è un fenomeno che a livello storico ha caratterizzato il sistema economico nazionale ed internazionale fin dalla sua nascita. Dopo l'emergenza sanitaria alcuni fenomeni sono risultati più significativi rispetto agli anni passati.<sup>72</sup>

In particolare, si è assistito ad una crisi di offerta globale rispetto a quelle sistemiche degli anni passati nei quali altri erano stati i fattori scatenanti. In questo caso, si è assistito ad una crisi sistemica al di fuori del controllo dell'impresa in cui le dinamiche macroeconomiche come, ad esempio, le reazioni dei consumatori ai cambiamenti della domanda si sono associati ad una carenza di materie prime che hanno di fatto messo in crisi il sistema produttivo aziendale. Alla ripresa della domanda quindi, si sono concretizzate strozzature di offerta nel quale l'integrazione verticale e la sua crisi, ha contribuito in modo fondamentale a peggiorare la situazione di crisi di interi settori. Le imprese che non hanno saputo adattarsi ai cambiamenti sono quelle che più di tutti sono entrate in crisi, come ad esempio quelle che non sono state in grado di riconfigurare il settore a cui appartengono spostando parte della propria produzione su settori alternativi e complementari a quelli precedenti (*Shaping industry Structure*).

Il sistema stesso di competitività aziendale basato sulle cinque forze di Porter era valido fino al momento in cui le regole del gioco competitivo sono rimaste stabili e la dinamica della domanda prevedibile. Un mercato in cui tutte le imprese erano in grado di procurarsi le risorse chiave senza svantaggi di costo.<sup>73</sup>

Le strutture di impresa che prima aumentavano i propri fatturati oppure si espandevano a livello geografico e diversificavano la propria attività produttiva, solamente in determinati casi si integravano verticalmente o orizzontalmente. Gli ultimi accadimenti macroeconomici, hanno invece insegnato che molte aziende sono entrate in crisi proprio per mancanza di risorse da un punto di vista produttivo difficilmente reperibili sul mercato. Questo insegna che per limitare al massimo la possibilità di incorrere di nuovo in crisi come quelle appena vissute, l'integrazione verticale orizzontale rappresenta condizione sine qua non al fine di evitare lo stato di crisi d'impresa. Prevedere ed essere veloci nelle decisioni, sarà quindi fondamentale al fine di evitare un peggioramento delle performance economico finanziaria d'azienda.<sup>74</sup>

Se l'ambiente esterno poteva essere addebitabile solamente il 30% delle cause di una crisi aziendale mentre l'altro 70%, poteva essere rilevato nella organizzazione interna, dopo la crisi sanitaria, l'ambiente esterno è diventata, nella valutazione nella sua analisi, prioritaria nella valutazione delle performance aziendali.

Allo stesso modo cambia il modo in cui è svolta l'analisi fondamentale.

---

<sup>72</sup> BINI, M. (2021) *La valutazione d'azienda post-covid: tra interventi legislativi e incertezza di scenario*, OIV

<sup>73</sup> BINI, M. (2021) *La valutazione d'azienda post-covid: tra interventi legislativi e incertezza di scenario*, OIV

<sup>74</sup> BINI, M. (2021) *La valutazione d'azienda post-covid: tra interventi legislativi e incertezza di scenario*, OIV





## CONCLUSIONI

La valutazione di un'azienda nel suo complesso, risulta essere pratica e articolata e particolarmente complicata in generale. Varie sono le metodologie che possono essere efficacemente applicate al fine di analizzare il valore aziendale. Allo stesso modo, il fenomeno della crisi aziendale è ormai di natura fisiologica nel ciclo di vita di qualsiasi azienda. Numerose sono le cause scatenanti e altrettanto numerose le possibili soluzioni. Se valutare un'azienda in condizioni "normali" può presentare delle criticità, valutarne una in crisi è ancora più complesso. Le varie metodologie utilizzate, possono essere applicate in relazione al momento temporale nel quale l'impresa può manifestare i primi sintomi o, al contrario sintomi conclamati di una crisi che prima o poi porterà ad insolvenza o dissesto.

Cercare di capire quali siano le origini della crisi permette a coloro che intervengono, in prima battuta di provare a porre rimedio da un punto di vista economico e finanziario per poter poi valutare l'azienda in chiave di cessione, liquidazione, o confronto con i risultati che si ottengono dopo l'intervento correttivo delle criticità. Esistono differenze precise tra la valutazione di un'azienda in condizioni normali ed una in crisi. Tali differenze negli ultimi anni si sono acuite prospettando un nuovo scenario valutativo cui ha contribuito negli ultimi anni anche l'emergenza sanitaria. Questa ha messo in evidenza come le crisi aziendali possano essere figlie non solo di strutture e funzionamenti gestionali interni errati ma soprattutto, nel nuovo assetto globale produttivo e commerciale, da fattori esterni, esogeni e macroeconomici. In questo scenario la valutazione dell'azienda deve tener conto anche della capacità della stessa di poter essere flessibile, adattarsi ad un nuovo mutamento dei mercati che non mettono più la domanda al primo posto ma che posso invece anche porre l'offerta come variabile macroeconomica critica che può causare crisi aziendale. Elasticità, flessibilità, adattabilità a nuovi strumenti di comunicazione e marketing, permettono una valutazione che sia capace di essere efficacemente adattata ad un nuovo sistema di mercato, profondamente diverso da quello passato, nel quale le variabili esterne assumono significato maggiore. Il professionista chiamato a valutare dovrà necessariamente tenerne conto.



## BIBLIOGRAFIA

- ARCURI, I., & BOSTICCO, P. (2014). La crisi d'impresa oggetto di risanamento,. In I. ARCURI, & P. BOSTICCO, *Il piano di risanamento attestato e il nuovo sovraindebitamento*. Milano: Giuffrè.
- BALDUCCI, D. (2006). *La valutazione dell'azienda*. Edizioni FAG Srl.
- BALDUCCI, D. (2010). *TENERE LA CONTABILITÀ*. FAG.
- BALDUCCI, D. (2012). *La valutazione dell'azienda*. Edizioni FAG Srl.
- BARTOLAZZI, F. V. (2007). *Analisi del macroambiente: minacce e opportunità*.
- BERLA, L. (2013). *Conto dei flussi di liquidità e analisi contabili*. Manno: SUPSI.
- BERTOLI, G. (2000). In *Crisi d'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore* (p. 14-18). Milano: Egea.
- BINI, M. (2015). *A cosa servono i principi di valutazione?* Tratto da Press: [www.commercialisti.it](http://www.commercialisti.it)
- BINI, M. (2019). Le valutazioni nelle crisi e nelle situazioni di insolvenza delle imprese. *Valutazione imprese in crisi*.
- BINI, M. (2020). *Principi e formula generale di valutazione delle imprese a rischio di non sopravvivenza*.
- BINI, M. (2021). *La valutazione d'azienda post-covid: tra interventi legislativi e incertezza di scenario*. OIV.
- CEREGHETTI, C. (2014). *Valutazione aziendale*. Manno: SUPSI.
- DAMODARAN, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. . John Wiley & Sons.
- DAMODARAN, A. (2014). *Valutazione delle aziende*. Santarcangelo di Romagna: Maggioli.
- DAMODARAN, A., & Roggi, O. (2015). *Finanza aziendale*. Maggioli Editore.
- DANOVI, A., & QUAGLI, A. (2008). *Gestione delle crisi aziendale e dei processi di risanamento prevenzione e diagnosi, terapie, casi aziendali*. Ipsoa.
- FALINI, A. (2018). *Le cause della crisi d'impresa*. McGraw-Hill Education.
- FAZZINI, M. (2011). *Analisi di bilancio. Metodi e strumenti per l'interpretazione delle dinamiche aziendali*. Milano: Ipsoa.
- FERRARO, O. (2014). La crisi d'azienda. In G. Liberatore, *La valutazione delle aziende in crisi*. Milano: Giuffrè.
- GUATRI, L. (1995). In *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore* (p. 105-113). Milano: Egea.
- LA BELLA, A., & Battistoni, E. (2008). *Economia e organizzazione aziendale*. Apogeo Editore.
- LUONI, L. (2013). *Corporate Finance*. Manno: SUPSI.
- ONESTI, T., & ROMANO, M. (2014). Le problematiche valutative delle aziende in crisi. In G. Liberatore, *La valutazione delle aziende in crisiI*. Milano: Giuffrè.
- RUTIGLIANO, M. (2022). *Temi di valutazione d'azienda*. EGEEA.
- SIDREA, & AA.VV. (2014). La valutazione delle aziende in crisi. In *Studi di valutazione d'azienda*. Giuffrè.
- SLATTER, S., & LOVETT, D. (1999). *Corporate Turnaround*. Harmndsworth: Penguin books.

## ELENCO FIGURE

<b><u>Fig 3.1.1. “Balance sheet e distinzione fra impresa insolvente ed impresa in crisi” .....</u></b>	<b><u>36</u></b>
<b><u>Fig 3.3.1.1 Processo valutativo e configurazioni di valore. ....</u></b>	<b><u>42</u></b>

# RINGRAZIAMENTI

*Un ringraziamento speciale*

.