

Giuseppe Marzo
Stefano Variano

LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE IN CRISI



FrancoAngeli



Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con **Adobe Acrobat Reader**



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile **con Adobe Digital Editions**.

Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.

*THEORY AND PRACTICE IN ACCOUNTING, AUDITING
AND RISK MANAGEMENT*

The series – supported by BDO Italia - aims to address the relation between academic research and professional practice by exploring trends, paradigms and perspectives in accounting, auditing and risk management. The focus of the series is to promote a dialogue between academics and practitioners, as well as to bring academic research to practitioners by offering a platform where to communicate together. It is a specific aim of the series to publish high quality empirical research with real impact factor, useful to practitioners, standard setters and policy makers. The series publishes books in the subjects of financial accounting, internal and external auditing, risk management, corporate disclosure and communication to financial market, non-financial information and reporting, management accounting, corporate governance, company valuation, fundamental analysis and security valuation, and insolvency risk.

The series is divided into two sections of books. The books on the reviewed section are subject to a double blind peer review.

Theory and practice in accounting, auditing and risk management accepts email submissions of books and book proposals.

If you wish to contribute to the series with a book or book proposal, please contact the Editors, Dr Stefano Bianchi at stefano.bianchi@bdo.it and Prof Michela Cordazzo at michela.cordazzo@unive.it

The Editors select and address the publication proposals. The Editorial Board assists the Editors in the review process and in selecting the reviewers. The members of the Editorial Board can contribute as reviewers. In this case, the members of the Editorial Board cannot be involved in the review process.

Editors:

Stefano Bianchi, BDO Italia

Michela Cordazzo, Ca' Foscari University of Venice

Editorial Board:

Francesco Avallone, University of Genoa

Giulio Greco, University of Pisa

Giuseppe Marzo, University of Ferrara


Marco Maria Mattei, University of Bologna

Marco Mongiello, The University of Law

Marco Santi, Chartered Accountant expert in legal audit matters & Università Cattolica del Sacro Cuore.

Theory and practice in accounting, auditing and risk management collaborates with FINANCIAL REPORTING, Journal of Financial Communication.

BDO Italia supports all the publishing expenses.



Giuseppe Marzo
Stefano Variano

LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE IN CRISI

FrancoAngeli



BDO

Copyright © 2022 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

INDICE

Gli Autori	pag.	11
1. Introduzione	»	13
1.1. La rilevanza del tema	»	13
1.2. Implicazioni per la ricerca	»	14
1.3. Implicazioni pratiche	»	16
1.4. L'obiettivo del lavoro	»	17
1.5. La struttura del lavoro	»	19
2. La previsione della crisi e del fallimento: review della letteratura	»	22
2.1. Introduzione	»	22
2.2. Crisi, fallimento, insolvenza: una molteplicità di definizioni	»	23
2.3. I modelli predittivi dell'insolvenza	»	27
2.4. Percorsi di fallimento e indici di bilancio	»	31
2.5. Le cause della crisi e del fallimento	»	34
2.6. Il fallimento come processo	»	38
2.7. Crisi e ciclo di vita dell'impresa	»	40
2.8. Crisi e nuovo Codice sulla Crisi di Impresa e dell'Insolvenza	»	42
2.9. Conclusioni	»	45
3. La valutazione delle imprese in crisi: review della letteratura	»	48
3.1. Introduzione	»	48
3.2. I metodi di valutazione delle aziende	»	49
3.2.1. I metodi basati sui flussi finanziari e reddituali	»	50

3.2.2. I metodi misti patrimoniali-reddituali	pag.	56
3.2.3. I metodi patrimoniali	»	59
3.2.4. I metodi relativi	»	61
3.3. La valutazione delle imprese in crisi: l'applicabilità dei metodi tradizionali	»	62
3.3.1. La scelta del metodo di valutazione	»	62
3.3.2. Le azioni come opzioni call	»	65
3.3.3. Il metodo dei multipli	»	66
3.3.4. Il valore di liquidazione	»	68
3.4. La determinazione dei flussi di risultato attesi	»	70
3.5. Il tasso di attualizzazione da impiegare nella valutazione d'azienda	»	73
3.5.1. Il tasso di rendimento atteso del debito e dell'equity	»	77
3.5.2. Il valore del debito e dell'equity per la determinazione del rapporto di indebitamento ai fini del calcolo del tasso di attualizzazione	»	79
3.5.3. Valore del beneficio fiscale	»	84
3.6. La determinazione del valore terminale	»	85
3.7. Conclusioni	»	87
4. La valutazione delle aziende in crisi nella pratica professionale	»	89
4.1. Introduzione	»	89
4.2. I metodi di valutazione applicati	»	91
4.3. Il metodo di valutazione principale	»	92
4.3.1. Le ragioni alla base della scelta del metodo misto patrimoniale-reddituale	»	92
4.3.2. Le ragioni alla base della scelta del metodo patrimoniale	»	96
4.3.3. Le ragioni alla base della scelta degli altri metodi	»	99
4.4. L'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale	»	100
4.4.1. La determinazione del patrimonio rettificato	»	101
4.4.2. Il calcolo dell'avviamento	»	101
4.4.3. La coerenza interna dell'applicazione del metodo misto	»	104
4.5. L'applicazione del metodo patrimoniale	»	109
4.6. L'applicazione dei metodi reddituali	»	112
4.7. L'applicazione di altri metodi	»	113
4.8. Conclusioni	»	115

5. Un modello di riferimento per la valutazione delle imprese in crisi	pag.	117
5.1. Introduzione	»	117
5.2. Identificazione delle aziende in crisi	»	118
5.2.1. Alcune osservazioni sulla valutazione della crisi generata dal Covid-19	»	120
5.3. Determinazione della vita residua e delle probabilità di fallimento in ognuno dei periodi annuali che la compongono	»	125
5.4. La stima dei flussi di cassa	»	127
5.5. Il valore dell'azienda: il metodo delle opzioni	»	129
5.5.1. Il modello di Black e Scholes	»	129
5.5.2. Il modello binomiale di Cox, Ross e Rubinstein	»	132
5.5.3. Il modello di Datar e Matthews	»	136
5.5.4. Media dei valori o media dei flussi?	»	139
5.6. Calcolo del WACC	»	140
5.6.1. Calcolo del fair value del debito e rimodulazione iterativa del WACC alla luce di questo valore	»	141
5.6.2. Calcolo iterativo del WACC	»	142
5.7. Determinazione del terminal value come valore di liquidazione	»	143
5.8. Conclusioni: un modello per la valutazione delle imprese in crisi	»	144
6. Conclusioni	»	147
Bibliografia	»	149

INDICE DELLE TABELLE

Tab. 2.1 – Eventi o circostanze che possono far sorgere dubbi significativi sulla capacità dell’impresa di continuare ad operare come un’entità in funzionamento – ISA 570 A3	pag.	25
Tab. 2.2 – La corrispondenza tra punteggi dell’EM-Score e le classi di rating	»	29
Tab. 2.3 – Percorsi di fallimento	»	33
Tab. 2.4 – Archetipi e cause del fallimento	»	37
Tab. 2.5 – Gli indicatori elaborati dal CNDCEC	»	44
Tab. 3.1 – Il costo del debito in base al rating – Imprese non finanziarie di maggiori dimensioni (capitalizzazione di mercato maggiore di \$5 miliardi)	»	78
Tab. 3.2 – Il costo del debito in base al rating – Imprese non finanziarie di minori dimensioni	»	79
Tab. 4.1 – Le perizie di valutazione analizzate	»	90
Tab. 4.2 – I metodi di valutazione adottati	»	92
Tab. 4.3 – Analisi delle perizie che hanno adottato il metodo misto	»	105
Tab. 4.4 – Analisi delle perizie che hanno adottato il metodo patrimoniale semplice o complesso	»	110
Tab. 4.5 – Analisi delle perizie che hanno adottato il metodo reddituale	»	114
Tab. 4.6 – Analisi delle perizie che hanno adottato altri metodi	»	114
Tab. 5.1 – Gli indicatori della crisi	»	119
Tab. 5.2 – Tassi di fallimento medi cumulativi per classe di rating 1981-2020	»	126
Tab. 5.3 – Un esempio	»	138

INDICE DELLE FIGURE

Fig. 1.1 – La struttura del lavoro	pag.	21
Fig. 5.1 – Gli effetti di breve termine della crisi: durata × intensità	»	122
Fig. 5.2 – La prospettiva dell'esperto di fronte alla crisi	»	124
Fig. 5.3 – La simulazione Montecarlo	»	128
Fig. 5.4 – La decisione in merito all'esercizio di un'opzione call a scadenza	»	132
Fig. 5.5 – L'applicazione del metodo binomiale ad un'opzione call multiperiodale	»	135
Fig. 5.6 – La decisione in merito all'esercizio di un'opzione call a scadenza	»	137
Fig. 5.7 – Il calcolo iterativo del WACC	»	142
Fig. 5.8 – Il modello proposto per la valutazione delle imprese in crisi	»	145

GLI AUTORI

Giuseppe Marzo è Professore Associato presso il Dipartimento di Economia e Management dell'Università di Ferrara, dove insegna *Economia Aziendale e Financial Management*. Svolge attività di ricerca nell'ambito della teoria aziendale e di impresa, della finanza d'impresa e della valutazione e misurazione degli intangibili. Su tali temi ha pubblicato monografie e articoli e svolto presentazioni a convegni in ambito nazionale ed internazionale. Svolge l'attività di consulente nell'ambito della strategia e della finanza d'impresa.

Stefano Variano è Partner BDO Italia e ha oltre 20 anni di esperienza in valutazioni d'azienda, pareri di congruità, nonché nell'analisi del valore recuperabile di attività immateriali e nell'allocazione del prezzo pagato per l'acquisizione di aziende (PPA). Ha supervisionato incarichi valutativi per una vastissima gamma di finalità e di settori industriali. Ha una conoscenza approfondita delle problematiche relative ai principi contabili italiani ed IFRS in tema di valutazione (IAS 36, IAS 38, IFRS3, IFRS 13).

1. INTRODUZIONE

di *Giuseppe Marzo e Stefano Variano*

1.1. La rilevanza del tema

I lavori sulla valutazione delle aziende si focalizzano generalmente sulle aziende in funzionamento, per le quali la continuità aziendale è più probabile della cessazione.

Sono invece relativamente pochi i lavori che si concentrano sulle imprese in crisi, e ciò sebbene la crisi sia parte integrante del ciclo di vita aziendale e il numero delle imprese fallite sia sempre più rilevante, specie dopo crisi globali come quella del 2008 e l'attuale legata al Covid-19.

La crisi può risolversi o condurre l'azienda alla cessazione, e in entrambi i casi l'azienda sopporta costi, anche nella forma più lieve del declino dei risultati, che possono essere considerevoli. Ad esempio, alcune stime dei costi dell'insolvenza variano tra il 4 e il 20% del valore dell'impresa (Altman, 1984; Bris *et al.*, 2005; Campbell, 1997; Branch, 2002; Andrade e Kaplan 1998; Chen e Merville 1999).

Al di là del generale interesse per le imprese in condizioni di crisi, il tema è particolarmente attuale, stante la situazione in cui versano interi settori e imprese in seguito alla pandemia che dal 2020 ha colpito l'intero pianeta.

Secondo i dati del registro delle imprese raccolti da Infocamere (2021), il numero dei fallimenti nel 2020 è stato di circa 3.700, inferiore di un terzo rispetto a quello del 2019. Il motivo della riduzione del numero dei fallimenti a dispetto della crisi è però dovuto alle misure adottate dallo Stato a sostegno delle imprese, come ad esempio i Decreti Liquidità 2020 e 2021. Secondo una stima condotta da Giacomelli *et al.* (2021), la forte contrazione del PIL registrata nel 2020 porterà a un aumento di circa 2.800 fallimenti entro il 2022, a cui potrebbero aggiungersi altri 3.700 fallimenti che sono stati temporaneamente evitati nel 2020 grazie alle misure di sostegno adottate. L'effetto di tali misure ha continuato a permanere anche nel primo semestre del

2021 ma i dati sono peggiori rispetto all'analogo periodo del 2020. Infatti, sempre secondo i dati Unioncamere (2021), nel primo semestre del 2021 si sono aperte 4.667 procedure fallimentari, dato migliore rispetto alle 5.380 del primo semestre 2019, ma peggiore rispetto all'analogo periodo del 2020 (2.924); segno questo che le misure di sostegno possono appunto sostenere ma non evitare che la crisi si trasformi in uno stato di insolvenza.

D'altronde, già il rapporto Cerved (2020) prodotto ad ottobre del 2020 aveva avvertito circa alcune delle dinamiche prodotte dalla pandemia.

Innanzitutto, si è registrata una generalizzata diminuzione dei ricavi per molti settori, addirittura fino al 50% per quelli connessi al turismo e alla ricezione, e al 40% per le aziende che organizzano fiere, eventi e congressi.

In secondo luogo, si è avuto un aumento della percentuale di imprese che si trovano in fasi critiche: le aziende più colpite non solo hanno registrato un calo della redditività, ma anche dei flussi di cassa prodotti, con il conseguente aumento del rischio di insolvenza.

Nel corso del 2021, si è inoltre assistito ad una carenza generalizzata delle materie prime che ha condotto ad un incremento rilevante dei loro prezzi, con conseguenze negative per tutte le imprese, specie di minori dimensioni, che non sono riuscite a scaricare tale situazione nei mercati a valle. La guerra tra Russia e Ucraina ha, inoltre, amplificato l'incremento dei prezzi delle materie prime ed energetiche e ha ridotto la disponibilità di alcune di esse.

Tutte queste motivazioni rendono ancora più attuale il tema della crisi aziendale e sostengono il progetto alla base di questo lavoro.

L'obiettivo di questo lavoro è offrire una riflessione sulla crisi di impresa e sulla valutazione dell'impresa in crisi in grado di condurre alla costruzione di un percorso metodologicamente fondato per la valutazione delle imprese in crisi. Questo obiettivo viene perseguito combinando tre elementi essenziali: la *review* della letteratura sul tema della crisi e della previsione dell'insolvenza e sul tema della valutazione delle imprese in crisi; l'analisi delle pratiche valutative impiegate per le imprese in crisi; e, infine, lo sviluppo di un modello di valutazione coerente e capace di rappresentare un riferimento chiaro per i vari passaggi fondamentali relativi alla valutazione delle aziende in crisi.

1.2. Implicazioni per la ricerca

Ci sono tre filoni di ricerca rispetto ai quali questo lavoro si posiziona in modo chiaro.

Il primo filone riguarda la definizione e l'identificazione dell'impresa in crisi. La letteratura usa spesso termini simili e in parte sovrapponibili per indicare le imprese in crisi, e talvolta termini diversi vengono impiegati per riferirsi alla medesima condizione: termini e concetti come impresa in crisi e impresa insolvente vengono spesso accomunati (Goetz, 2020).

Platt e Platt (2006) evidenziano che la crisi in cui un'impresa versa può essere solo una fase del suo ciclo di vita che non necessariamente condurrà alla sua cessazione, a meno che una valutazione comparata dei costi e dei benefici della continuazione rispetto alla cessazione possa far risultare più utile la liquidazione per fallimento del complesso aziendale (John *et al.*, 2013). Il fallimento può essere quindi il frutto di una scelta definita e razionale da parte dei soci, presentandosi dunque come un'opzione decisionale attivabile in particolari condizioni (McGrath, 1999).

Secondo altri, invece, la crisi rappresenta una sorta di limbo tra la condizione di solvibilità supportata dalla continuità aziendale e l'insolvenza conclamata (Purnanandam 2008).

Altri autori identificano la situazione di crisi con quella in cui il flusso di cassa prodotto dall'impresa non sia sufficiente a coprire le obbligazioni correnti (Wruck, 1990), circostanza che può essere ancora più grave se tali obbligazioni non possono essere rifinanziate (Blazy *et al.*, 2014).

Il modello che proponiamo in questo lavoro fornisce un chiaro metodo per identificare l'impresa in crisi e per derivare il periodo residuo di attività, risolvendo così alcune delle ambiguità riscontrate in merito alla definizione di impresa in crisi. Il metodo in oggetto si basa su analisi qualitative (ciclo di vita aziendale, *Key Performance Indicator*, valutazione del posizionamento strategico) e quantitative per determinare l'esistenza di una condizione di crisi non sanabile e derivarne il periodo di vita residua più probabile.

Il secondo filone riguarda la valutazione dell'azienda in crisi. Damodaran (2006) e Knecht e Dickopf (2008) propongono di determinare i flussi di cassa attesi sulla base di scenari ponderati, così che il valore del flusso sarà di fatto la media ponderata dei flussi attesi nei diversi scenari, dove il peso di ogni scenario è rappresentato dalla probabilità di realizzazione dello stesso. Essi, inoltre, suggeriscono di includere un maggior premio per il rischio nella determinazione del WACC impiegato per attualizzare quei flussi. Tuttavia, la considerazione del rischio sia nel numeratore della formula di valutazione (i flussi di cassa attesi) sia nel denominatore (il WACC) può determinare la duplicazione del rischio salvo che il valutatore non sia in grado di separare i rischi considerati a livello di flusso da quelli considerati a livello di tasso di attualizzazione (Ballwieser e Hachmeister 2016).

La proposta di considerare il valore (negativo) della crisi come componente separato potrebbe ridurre tali problemi. Metz (2007), ad esempio, suggerisce di impiegare un tasso di crescita negativo del flusso di cassa atteso in ipotesi di continuità, quale conseguenza della crisi in cui l'impresa versa. Damodaran (2006) propone di determinare il valore dell'impresa in crisi sottraendo dal valore della stessa impresa in continuità il valore derivante dagli effetti della crisi, oppure di scontare (*distress discount*) il valore dell'impresa in continuità.

Il modello che proponiamo considera in modo esplicito che il fallimento di un'impresa può rappresentare un'opzione disponibile e di valore rilevante rispetto alla continuità.

Il modello proposto valuta l'opzione del fallimento grazie ai modelli di valutazione di situazioni che si possono assimilare alle opzioni finanziarie (*real options valuation*). Esso considera che in ognuno dei periodi della residua continuità aziendale vi è l'opzione di fallire, oppure di continuare, in presenza di determinate condizioni, l'attività aziendale per un ulteriore periodo. Si genera in questo modo una struttura di opzioni reali composte (opzioni su opzioni) che può essere tradotta in un efficace modello di valutazione.

Un altro elemento di particolare interesse è il valore terminale, componente usualmente calcolato per le imprese in continuità e il cui contributo al valore dell'impresa varia anche in funzione delle modalità con cui è determinato (Reis e Augusto, 2013 per una *review*). Nel caso di un'impresa in crisi, il valore terminale può calcolarsi secondo due diverse prospettive. Secondo la prospettiva tradizionale, che riconosce nel valore terminale il valore dei flussi di risultato attesi oltre il periodo di previsione esplicita, occorre considerare se il valore terminale debba escludersi del tutto, stante la ineluttabilità della crisi, oppure se ad esso si debba riservare un ruolo più moderato basato sulle probabilità che l'impresa ha di continuare a operare in funzionamento una volta che sia risolta la crisi in cui versa (Bini, 2019; CNDCEC-SIDREA, 2018).

Questo lavoro adotta un'altra prospettiva, più in linea con il concetto di impresa in crisi che si approfondisce in questo lavoro (ovvero con modesta probabilità di ripresa): il valor terminale potrebbe coincidere con il valore di liquidazione dell'azienda una volta esaurita la capacità di questa di far fronte ai suoi impegni mediante l'utilizzo dei flussi di cassa generati.

1.3. Implicazioni pratiche

Come detto in precedenza, il tema della valutazione dell'impresa in crisi è stato trascurato dalla letteratura. Tuttavia, anche il mondo della pratica non offre in genere spunti soddisfacenti e completi per tale valutazione. I docu-

menti emessi sul tema da associazioni internazionali e nazionali (ad es. i dottori commercialisti, l'OIV) offrono, dal nostro punto di vista, molti spunti interessanti, ma in genere non consentono di orientare in modo sostanziale l'attività. Infatti, tali documenti spesso riportano principi e precetti generali che lasciano poi al valutatore lo scomodo compito di fornire risposte concrete. Inoltre, come già rilevato, in letteratura si riscontrano ambiguità, ibridazioni di modelli e approcci non sempre chiari nella loro genesi teorica e metodologica, che rischiano di fuorviare il valutatore nel momento in cui questi sia chiamato a implementarli.

Da questo punto di vista, perciò, il nostro lavoro presenta due contributi fondamentali.

Innanzitutto, l'analisi delle pratiche valutative delle imprese in crisi consente di distinguere la buona dalla cattiva prassi, individuando i temi che vengono generalmente affrontati in modo non coerente rispetto all'oggetto della valutazione. Ciò, già di per sé, consente all'operatore di dirigere la propria attenzione su alcuni aspetti fondamentali per la valutazione che rischierebbero altrimenti di ricevere un trattamento inadeguato.

Il secondo e più fondamentale contributo risiede però nello sviluppo di un modello articolato per fasi, che consente:

- l'identificazione delle condizioni di crisi di un'impresa;
- la determinazione della vita residua dell'azienda, con l'individuazione delle probabilità di continuazione per un ulteriore anno;
- la rideterminazione del debito aziendale al suo *fair value*, coerentemente con le pratiche che si riscontrano sul mercato dei *vulture investments*;
- la determinazione del valore dell'impresa e dell'*equity* anche in funzione della struttura di opzioni su opzioni di cui si è detto prima.

1.4. L'obiettivo del lavoro

Questo lavoro si pone l'obiettivo di fornire spunti articolati in merito alla valutazione della crisi di impresa cercando di rispondere ad almeno due domande fondamentali. Come capire se un'impresa è in crisi? Come valutarla una volta che la crisi sia stata individuata o formalizzata eventualmente anche in forma giudiziale?

Il lavoro si colloca nell'ambito di una letteratura sulla crisi e sulla valutazione di impresa che è vasta, variegata e non sempre ordinata. Per tali motivi, più che proporre metodi e modelli del tutto nuovi, il lavoro intende portare una prospettiva nuova con cui modelli noti e meno noti, impiegati e misco-

nosciuti, possono essere utilmente integrati per la valutazione delle aziende in crisi.

Il contributo fondamentale del lavoro, ad avviso di chi scrive, è duplice: di sistematizzazione e di stimolo.

L'analisi delle perizie relative ad aziende palesemente in crisi evidenzia (cfr. capitolo 4) che nella pratica il tema della valutazione viene trattato senza incorporare adeguatamente il tema della crisi di impresa. Le aziende o i rami d'azienda, anche nell'ambito di procedure concorsuali o fallimentari, vengono valutati come se la crisi fosse di rilevanza marginale. Poco viene detto sui motivi della possibile ripresa dei complessi aziendali o dei rami aziendali. Poco viene fatto per tradurre le problematiche della crisi nei metodi di valutazione impiegati. Questa riflessione non è una critica nei confronti dei periti che hanno svolto la valutazione, ma la constatazione che, per quanto sulla valutazione delle aziende in crisi si sia scritto e detto, forse c'è ancora la necessità di un contributo capace di proporre una prospettiva unificante dei lavori sulla crisi di impresa e dei lavori sulla valutazione d'azienda; un lavoro capace non già di fornire le risposte a tutte le domande che i valutatori di un'azienda in crisi incontreranno, ma almeno stimoli utili a trovare un filo conduttore coerente per la ricerca di quelle risposte.

In tal senso riteniamo che questo lavoro si proponga come stimolo alla valutazione. Esso è uno stimolo per vari motivi. Innanzitutto, perché cerca di affrontare il tema della valutazione delle aziende in crisi con una prospettiva che integra le problematiche della crisi nel percorso della valutazione, per evidenziarne una fondamentale: crisi non significa necessariamente cessazione o fallimento; ma certamente implica una maggior probabilità di fallimento. Questa impostazione apre all'impiego di metodologie di valutazione (quelle basate sulle opzioni reali) che riconoscono la necessità di esplicitare l'incertezza dei risultati attesi, invece che appiattirli su medie asfittiche e incapaci di raccontare la problematicità del futuro.

Il lavoro è uno stimolo per i valutatori anche perché affronta le criticità fondamentali che chi valuta aziende in crisi (una tra tutte: la determinazione del valore terminale) deve affrontare, ed evidenzia, con l'analisi empirica del capitolo 4 i principali errori e le incoerenze fondamentali in cui si può incorrere in tali contesti.

Il terzo motivo che consente di guardare a questo lavoro come stimolo è che esso costruisce un percorso di valutazione con rami differenziati per venire incontro alle necessità dei valutatori. Si è detto che il lavoro esplicita e riconosce il ruolo della teoria delle opzioni reali per la valutazione delle aziende in crisi. Ebbene, rispetto alla pratica comune di ricorrere alla formula di Black e Scholes (efficacemente ripresa dai Principi Italiani di Valuta-

zione), questo lavoro offre alternative applicative che si possono selettivamente adottare in funzione della granularità dei dati e delle analisi che i valutatori possono svolgere.

Analogamente, per quanto riguarda la valutazione delle aziende in crisi, questo volume presenta i lavori più interessanti dei vari filoni di studio sulle aziende in crisi e sulla previsione delle insolvenze. L'obiettivo è di aggiungere alle conoscenze del valutatore modelli e filoni di indagine non noti e offrire, al contempo, la possibilità di ibridare modelli e strumenti per una più consapevole identificazione della crisi aziendale.

Infine, questo lavoro fornisce spunti perché non è un lavoro completo. Il lavoro risponde a quelle che riteniamo siano le domande fondamentali per la valutazione delle aziende in crisi. Ma non risponde a tutte le domande. Il lavoro offre una prospettiva di valutazione che integra modelli, teorie, filoni di ricerca ed esperienze sul campo. Ma non li integra tutti allo stesso modo e con la stessa efficacia. Ne siamo consapevoli. In tal senso, lo stimolo che il lavoro saprà fornire, sarà quello di individuare domande ulteriori e modalità migliori per integrare i vari aspetti.

1.5. La struttura del lavoro

La struttura del lavoro è presentata nella Fig. 1.1.

Il cuore del lavoro è composto da quattro capitoli fondamentali, cui si aggiungono il capitolo introduttivo e a quello conclusivo.

Il capitolo 2 svolge un'analisi della letteratura sull'identificazione della crisi di impresa e sulla previsione dell'insolvenza. Si tratta di un tema funzionale a quello della valutazione aziendale che costituisce il fulcro del lavoro. Infatti, prima ancora di individuare le modalità per valutare un'impresa in crisi, è importante capire come individuare una situazione di crisi. Chiaramente, il problema si pone non già quando tale situazione sia conclamata, ma invece quando esistano solo i prodromi della crisi senza che questa si sia ancora manifestata nelle sue forme più evidenti.

L'analisi della letteratura consente di apprezzare la varietà e l'eterogeneità di concetti con i quali la crisi è indagata, e i diversi modelli e approcci che la ricerca ha fornito per consentire l'individuazione della crisi di impresa. Il capitolo fornisce la *review* dei principali studi che, a partire da Altman (1968), hanno impiegato indici di bilancio per la previsione delle insolvenze. Coerentemente con i percorsi di analisi sviluppati nel corso degli ultimi anni, sono presentati anche i risultati degli studi che individuano la crisi non già come un evento svincolato dalla storia dell'impresa, ma che invece la collocano al ter-

mine di processi che hanno avuto inizio nel passato anche lontano e che possono investigarsi mediante i *trend* che caratterizzano alcuni indici di bilancio oppure l'analisi delle caratteristiche aziendali e del suo management e delle decisioni assunte. Sono pure analizzati gli studi che si situano nell'ambito della *Resource-Based View*, i quali individuano le cause della crisi nella carenza quantitativa o qualitativa delle risorse disponibili all'impresa.

Il capitolo 3 svolge l'analisi della letteratura in merito ai temi di valutazione delle aziende e delle imprese in crisi in particolare. Il capitolo presenta i principali metodi di valutazione e le peculiarità di ciascuno, offrendo però uno spaccato rivolto ad indagare le potenzialità e i limiti di ognuno nella valutazione delle imprese in crisi. Per questo, il capitolo si sofferma su alcuni temi che nella valutazione delle imprese in crisi sono di particolare interesse. Ad esempio, il tema del valor terminale tipico dei metodi basati sui flussi. È infatti dibattuto se tale valore debba calcolarsi nel caso di valutazione dell'impresa in crisi visto che esso riflette in forma sintetica il presupposto di continuità che per l'impresa in crisi è poco probabile a meno di interventi di ristrutturazione anche rilevanti. E si discute anche delle problematiche connesse ai valori del debito e dell'*equity* da acquisire per il calcolo del Costo Medio Ponderato del Capitale (*Weighted Average Cost of Capital, WACC*) nel caso in cui si vogliono impiegare metodi basati sui flussi operativi; così come dell'utilità e delle limitazioni dei metodi basati sui multipli e delle peculiarità che nel caso delle imprese in crisi deve riguardare la determinazione del valore di liquidazione.

Nel capitolo si evidenzia che l'impresa può avere un valore superiore a quello che ci si potrebbe attendere, *prime facie*, inquadrando la valutazione dell'*equity* nella prospettiva tipica della valutazione delle opzioni finanziarie.

Detto dei metodi proposti dalla letteratura, è interessante capire come la valutazione delle imprese in crisi venga fatta nella pratica. A questo scopo è rivolto il capitolo 4. Purtroppo, non è stato possibile acquisire perizie di imprese in crisi, ma solo di imprese che avevano avviato procedure concorsuali e che si trovavano, nella maggior parte dei casi, in condizioni di insolvenza o fallimento. L'analisi approfondita di 38 perizie ha consentito di rilevare che il metodo più impiegato è quello misto reddituale-patrimoniale, seguito dai metodi patrimoniali. Purtroppo, la scelta del metodo non sempre è giustificata in modo adeguato dai periti valutatori. Così come in genere sono risultati carenti le motivazioni alla base della determinazione dei parametri fondamentali per il calcolo del valore dell'azienda. Limitato è anche l'impiego di metodi di controllo dei risultati forniti dal metodo di valutazione scelto come principale.