

La valutazione delle imprese in crisi, alla luce del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza

12 maggio 2021

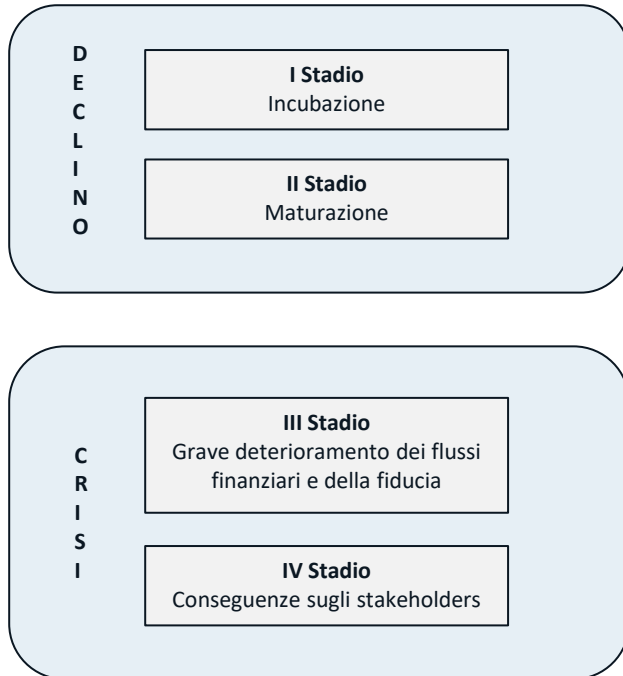
Luca Comi – Corporate Finance – Integrae SIM S.p.A.

Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza («CII»): obiettivi

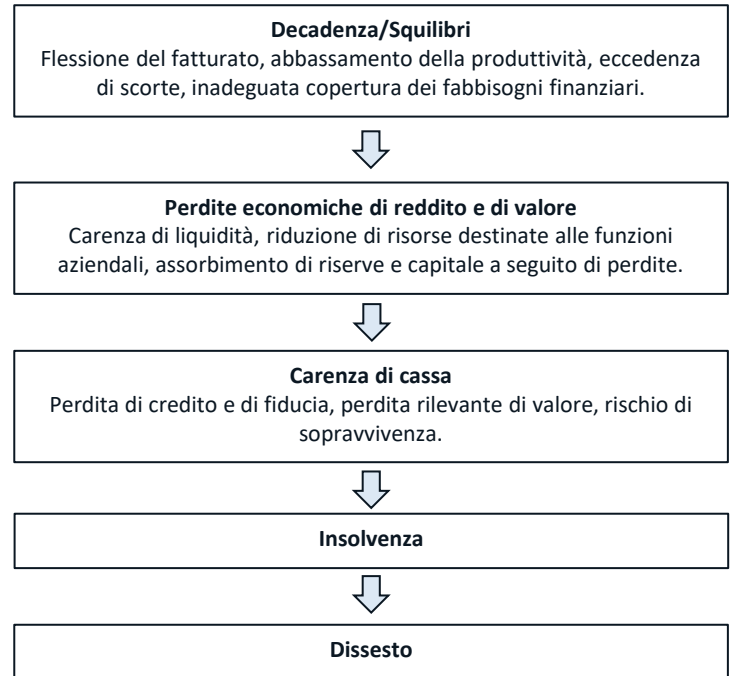
- Il Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza è stato introdotto per riformare in modo organico la disciplina delle procedure concorsuali, con due principali finalità:
 - promuovere una diagnosi precoce dello stato difficoltà delle imprese, facendo emergere tempestivamente la crisi d'impresa, prima dell'insolvenza conclamata;
 - salvaguardare la capacità imprenditoriale, specie in presenza di situazioni di crisi di impresa determinate da circostanze contingenti, assicurando che l'impresa si doti strumenti atti a monitorare efficacemente il rischio di perdita della continuità aziendale (principio sancito anche dall'art. 2086 c.c.).

La crisi d'impresa nella dottrina aziendalistica

Gli stadi della crisi



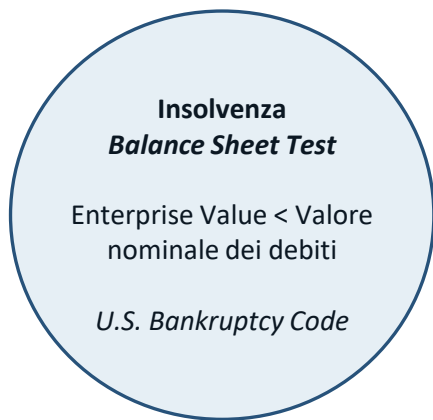
Manifestazioni



Crisi e Insolvenza: definizioni

- Il CCII fornisce all'art. 2 le definizioni su «Crisi» e «Insolvenza»:
 - a) «**crisi**»: lo stato di difficoltà economico-finanziaria che rende probabile l'insolvenza del debitore, e che per le imprese si manifesta come inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate;
 - a) «**insolvenza**»: lo stato del debitore che si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni.

Crisi e Insolvenza: una sintesi



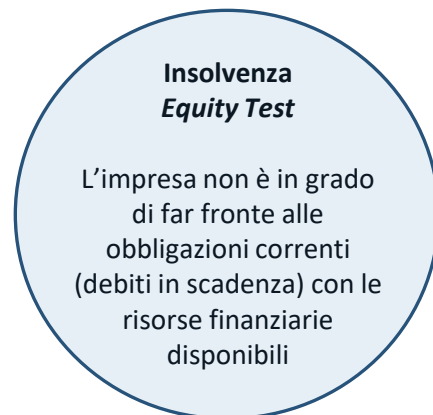
Criticità operative



Economic distress

Crisi di Impresa

Impresa che distrugge valore (ad esempio per la sopravvenuta inefficacia del business model, con conseguente declino strutturale delle performance economiche), destinata, in assenza di interventi correttivi e anche in presenza di un Equity ancora positivo, a subire un calo del valore di mercato dell'attivo al di sotto del valore nominale dei debiti.



Criticità finanziarie



Financial distress

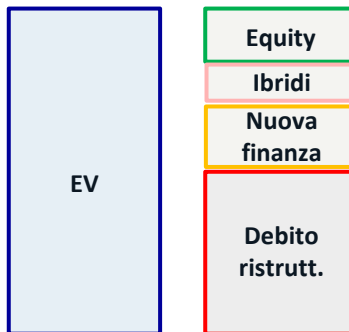
Crisi di Impresa

Impresa che, in assenza di interventi correttivi o di rinegoziazione dei suoi debiti, non sarà in grado di far fronte ai propri impegni finanziari che matureranno oltre il breve termine, né con risorse proprie, né con nuovi finanziamenti.

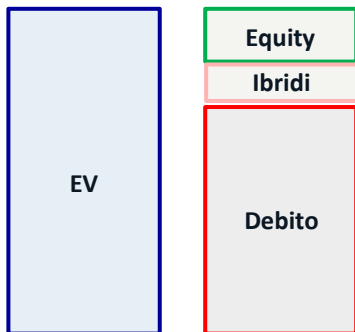
Fonte: rielaborazione da Bini M., *Le valutazioni nelle crisi e nelle situazioni di insolvenza delle imprese*, ne «La Valutazione delle Aziende», Luglio 2019, Vol. 1, pag. 34-35, OIV-CNDCEC-Class Editori

Impresa in procedura, insolvente e in crisi

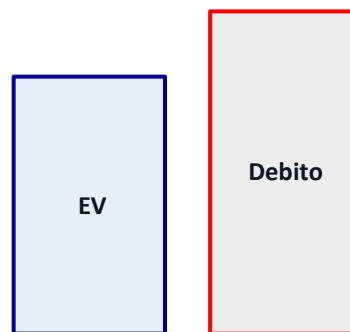
Impresa in procedura



Impresa in crisi



Impresa insolvente



Fonte: Bini M., cit., pag. 37

I segnali di allerta

- In base al primo comma dell'art. 12 del CCII, gli strumenti di allerta sono gli obblighi di segnalazione posti a carico dei soggetti definiti agli art. 14 (organi di controllo societario, revisori contabili e società di revisione) e 15 (creditori pubblici qualificati: Agenzia delle Entrate, INPS, agenti della riscossione) dello stesso CCII. Il secondo comma dell'art. 12 del CCII indica che il debitore, all'esito dell'allerta, può accedere al procedimento di composizione assistita della crisi, dinanzi a un Organismo di Composizione della Crisi d'Impresa («OCRI»), costituito presso la Camera di Commercio.
- L'art. 13 del CCII specifica che *«costituiscono indicatori di crisi gli squilibri di carattere reddituale, patrimoniale o finanziario, rapportati alle specifiche caratteristiche dell'impresa e dell'attività imprenditoriale svolta dal debitore, tenuto conto della data di costituzione e di inizio dell'attività, rilevabili attraverso appositi indici che diano evidenza della sostenibilità dei debiti per almeno i sei mesi successivi e delle prospettive di continuità aziendale...»*. Il secondo comma dell'art 13 del CCII assegna al Consiglio Nazionale e degli Esperti Contabili («CNCEC») il compito di elaborare gli indici di allerta.

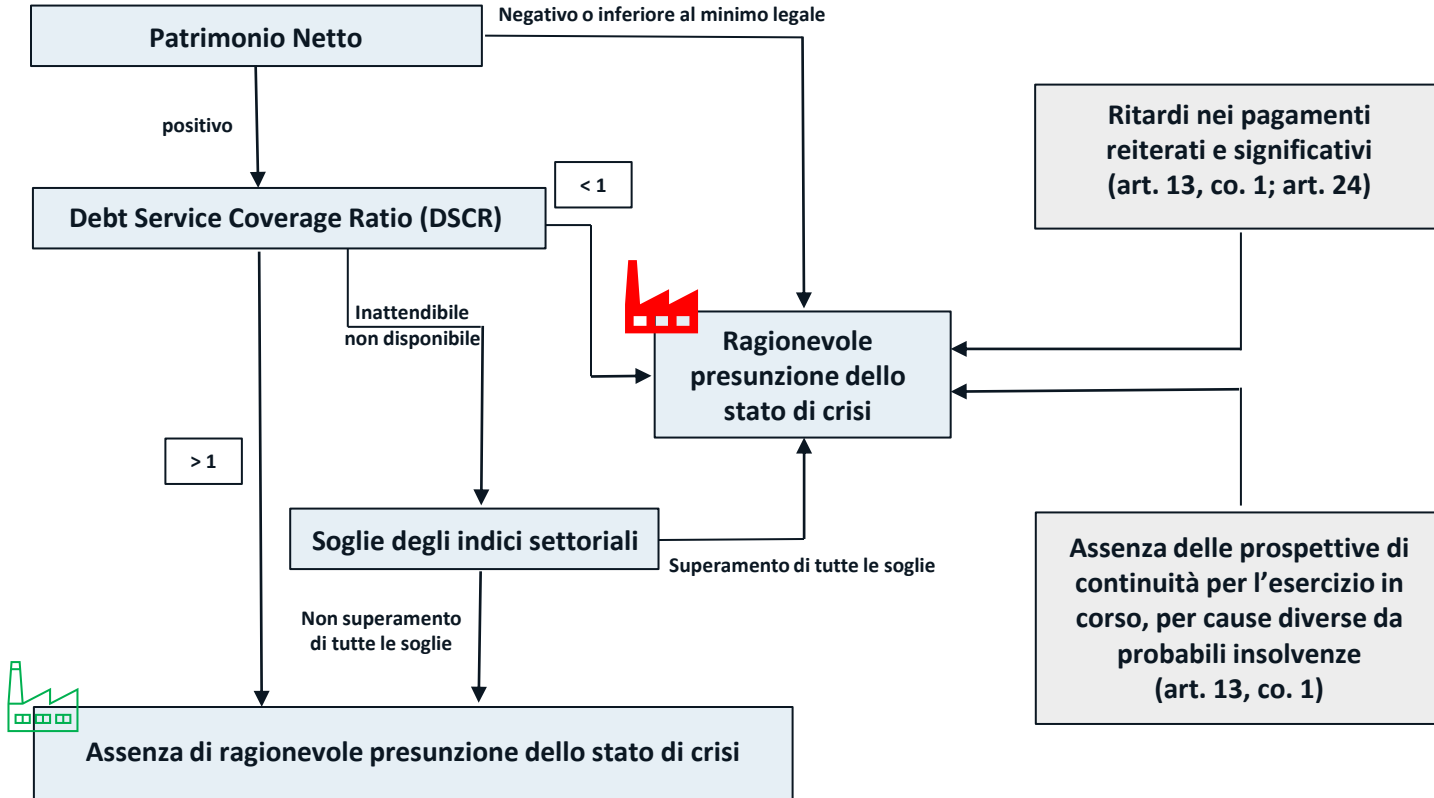
La selezione degli indicatori da parte del CNDCEC

- Il CNDCEC raccomanda che la presenza di uno stato rilevante di crisi, nei termini di cui all'art. 13 co. 1, sia diagnosticata attraverso la preliminare rilevazione della presenza di **ritardi reiterati e significativi nei pagamenti**, nonché attraverso la verifica della **presenza di un patrimonio netto negativo o inferiore al minimo di legge**, infine mediante l'evidenza della **non sostenibilità del debito nei sei mesi successivi attraverso i flussi finanziari liberi al servizio dello stesso**.
- Il documento elaborato dal CNDCEC prevede l'impiego del DSCR (Debt Service Coverage Ratio), individuando i relativi approcci di misurazione, in quanto tale indice è in grado di riflettere l'ottica *forward looking* che impone l'art. 14, quando richiede la valutazione del «prevedibile andamento aziendale».
- Qualora il DSCR non sia disponibile, o i dati prognostici occorrenti per la sua determinazione siano ritenuti non sufficientemente affidabili (anche dagli organi di controllo), si ricorre, sempreché la situazione di crisi non sia già stata intercettata dal patrimonio netto negativo o dalla presenza di reiterati e significativi ritardi nei pagamenti, all'impiego combinato di una serie di cinque indici, con soglie diverse a seconda del settore di attività, che debbono alertarsi tutti congiuntamente.

Accertamento dello stato di crisi aziendale

Sistema degli indici di cui alla delega Art. 13, co. 2 CCII

Altri indicatori dello stato di crisi



Accertamento dello stato di crisi aziendale in sequenza

- Dal punto di vista logico il sistema elaborato dal CNDCEC è gerarchico.

- Gli indici vanno quindi indagati secondo una sequenza:
 - i. patrimonio netto negativo;
 - ii. DSCR a sei mesi inferiore a 1;
 - iii. se il DSCR non è disponibile o il suo calcolo è giudicato inattendibile, si valuta il superamento congiunto delle soglie di allerta per cinque indici:
 - a. *Indice di sostenibilità degli oneri finanziari*: oneri finanziari/fatturato;
 - b. *Indice di adeguatezza patrimoniale*: patrimonio netto/debiti totali;
 - c. *Indice di ritorno liquido dell'attivo*: cash flow/attivo;
 - d. *Indice di liquidità*: attività a breve/passività a breve;
 - e. *Indice di indebitamento previdenziale e tributario*: indebitamento previdenziale e tributario/attivo.

Il sistema degli indicatori di allerta

INDICATORE	AREA GESTIONALE
Oneri Finanziari/Ricavi	Sostenibilità degli oneri finanziari
Patrimonio Netto/Debiti Totali	Adeguatezza patrimoniale
Attività a breve/Passività a breve	Liquidità / Equilibrio finanziario a breve termine
Cash Flow/Attivo	Redditività
Indebitamento prev.-trib./Attivo	Altri Indici di indebitamento

Soglie di allerta per settore

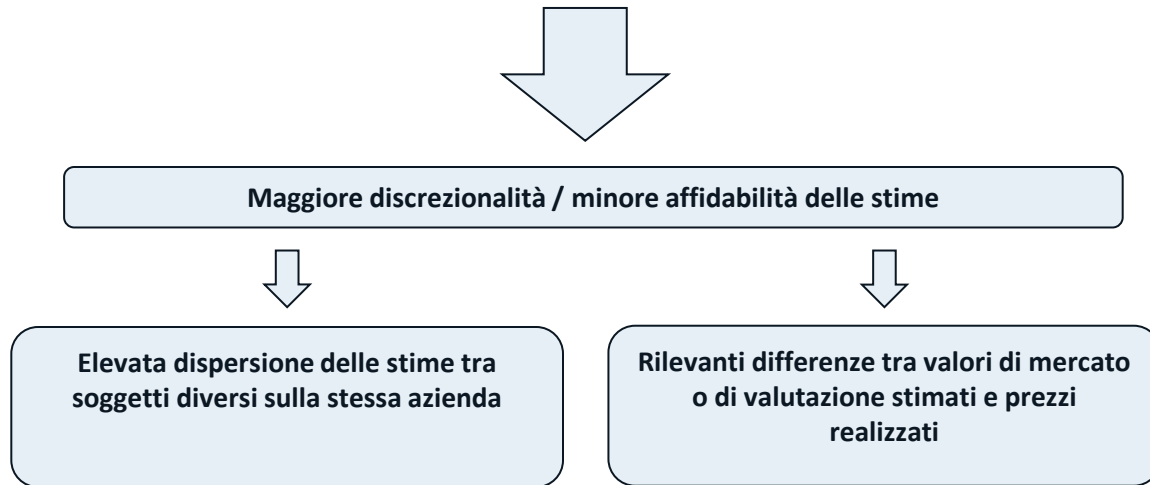
Settore	Soglie di allerta				
	Oneri Finanziari /Ricavi (%)	PN/Debiti Totali (%)	Attività a breve /Pass. a breve (%)	Cash Flow/Attivo (%)	Ind.prev.-tribut. /Attivo (%)
Agricoltura, silvicoltura e pesca	2,8	9,4	92,1	0,3	5,6
Estrazione, manifattura, produzione energia e gas	3,0	7,6	93,7	0,5	4,9
Fornitura acqua, reti fognarie, tarsomissione energia/gas	2,6	6,7	84,2	1,9	6,5
Costruzione di edifici	3,8	4,9	108,0	0,4	3,8
Ingegneria civile, costruzioni specializzate	2,8	5,3	101,1	1,4	5,3
Comm. ingrosso, Comm. ingr. e dett. auto, distribuzione energia/gas	2,1	6,3	101,4	0,6	2,9
Commercio al dettaglio, bar e ristoranti	1,5	4,2	89,8	1,0	7,8
Trasporto e magazzinaggio, Hotel	1,5	4,1	86,0	1,4	10,2
Servizi alle imprese	1,8	5,2	95,4	1,7	11,9
Servizi alle persone	2,7	2,3	69,8	0,5	14,6

Le incertezze generali della valutazione aziendale

- **Approccio basato sui flussi finanziari attesi.** L'investitore ragiona in chiave prospettica, ma l'evoluzione della redditività e dei cash flow futuri sono incerti e difficili da stimare, specie quando ci si spinge oltre due/tre anni.
- **I modelli finanziari di stima sono la semplificazione di una realtà complessa.** Le ipotesi sull'andamento futuro dei ricavi e dei flussi di reddito e finanziari sono per loro natura incerte e in parte aleatorie, anche sugli orizzonti temporali ravvicinati. E il Terminal Value – che rappresenta un scorciatoia per stimare i flussi di reddito o di cassa nel perpetuo, rispettando il principio dell'*ongoing concern* - è molto sensibile alle *assumption* sulle tempistiche e le condizioni della fase di *steady state* e sulla crescita di lungo periodo.
- **Quantificazione del profilo di rischio associato ai flussi.** Il costo del capitale attraverso il quale si scontano i flussi di reddito o di cassa futuri deve incorporare una valutazione del rischio dell'investimento. La quantificazione di tale parametro (specie il *cost of equity*, K_e) risulta spesso complicata, specie per le PMI, che per la loro natura (minore visibilità dei risultati prospettici) richiedono una componente di premio per il rischio aggiuntiva, di difficile determinazione.

Le difficoltà di valutare le imprese in crisi

- Il processo di valutazione delle imprese in crisi presenta una serie di ulteriori difficoltà e criticità, riconducibili principalmente:
 - ai limiti dei tradizionali metodi di valutazione;
 - alla specificità di ogni singola situazione di crisi aziendale;
 - all'assenza di criteri di *best practice* generalmente applicabili.



Fonte: rielaborazione da Bini M., cit., pag. 33

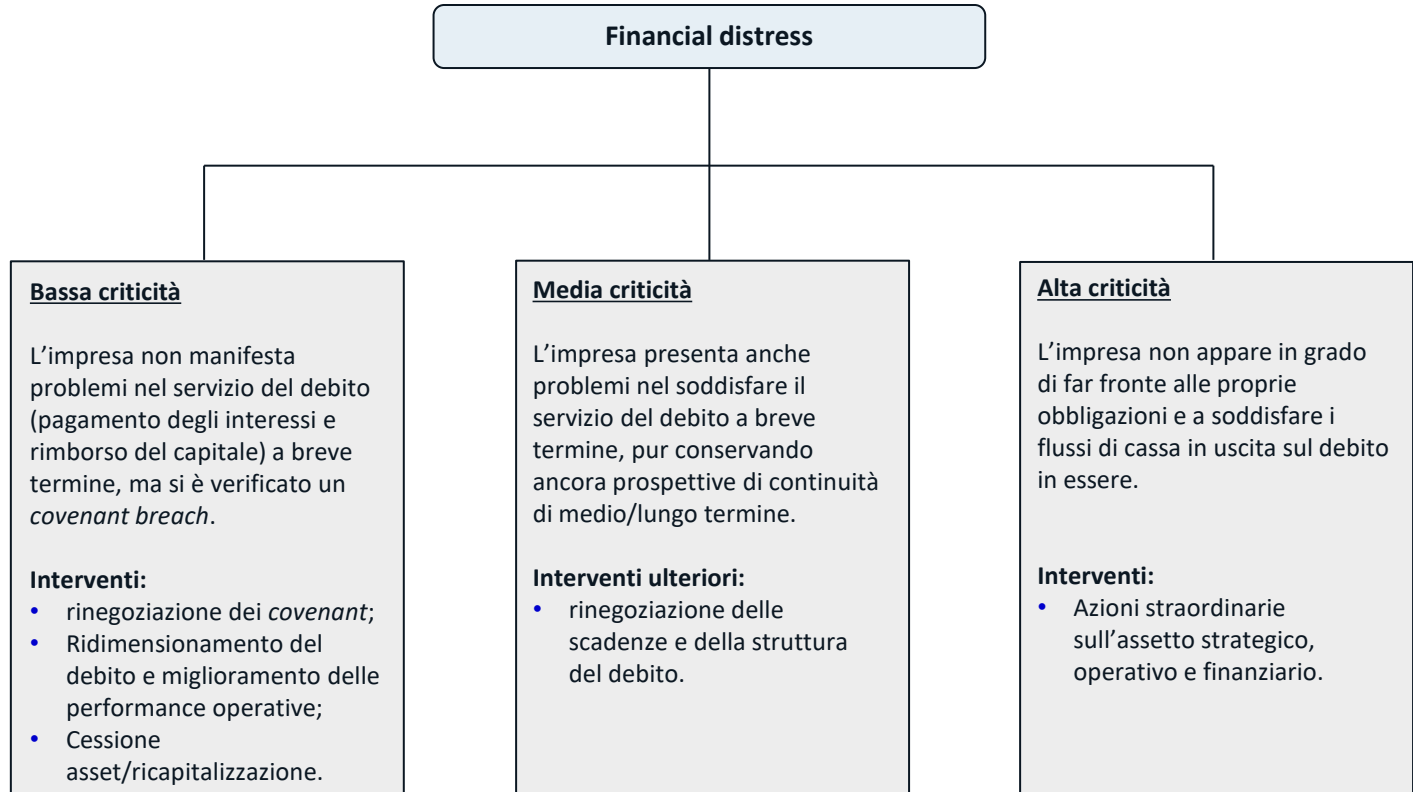
Le imprese in crisi: economic distress

Economic distress

	No/Low Distress	High Distress
Irreversible (Sector in trouble)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Valutazione dell'azienda con il management attuale e in una prospettiva di declino (<i>going concern value</i>). 2. Valutazione assumendo una liquidazione ordinata degli asset aziendali. 3. Valore atteso: Max (<i>going concern value</i>; <i>orderly liquidation value</i>). 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Valore atteso in assenza di distress (crisi irreversibile). 2. Stima della probabilità di distress e incassi da una liquidazione forzata degli asset. 3. Valore atteso: Valore atteso in assenza di distress (punto 1), aggiustato per l'effetto-distress (punto 2).
Reversible (Firm outlier in healthy sector)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Valutazione dell'azienda con il management attuale e in una prospettiva di declino (<i>going concern value</i>). 2. Valutazione assumendo il cambio del management e un piano di rilancio. 3. Valore atteso: <i>Status quo value</i> (con l'attuale management) + valore probabilistico del cambiamento (nuovo management). 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Valore atteso in assenza di distress (crisi reversibile). 2. Stima della probabilità di distress e incassi da una vendita forzata degli asset. 3. Valore atteso: Valore atteso in assenza di distress (punto 1), aggiustato per l'effetto-distress (punto 2). 4. Valutare l'opzione liquidazione, se gli <i>equity investor</i> gestiscono l'azienda.

Fonte: rielaborazione da Damodaran A., *Valuing Distressed and Declining Companies*, June 2009, Stern School of Business

Le imprese in crisi: financial distress



Utilità e criticità nella valutazione delle imprese in crisi

Utilità della valutazione

Per le imprese in crisi, la valutazione diventa importante per:

- appurare la convenienza alla continuità aziendale, rispetto all'ipotesi di liquidazione;
- definire la scelta tra piani alternativi di ristrutturazione, che possono comportare o meno il cambio del controllo;
- negoziare e condividere il piano di ristrutturazione tra i vari attori coinvolti: azionisti, amministratori, management, creditori/finanziatori (già presenti o nuovi).



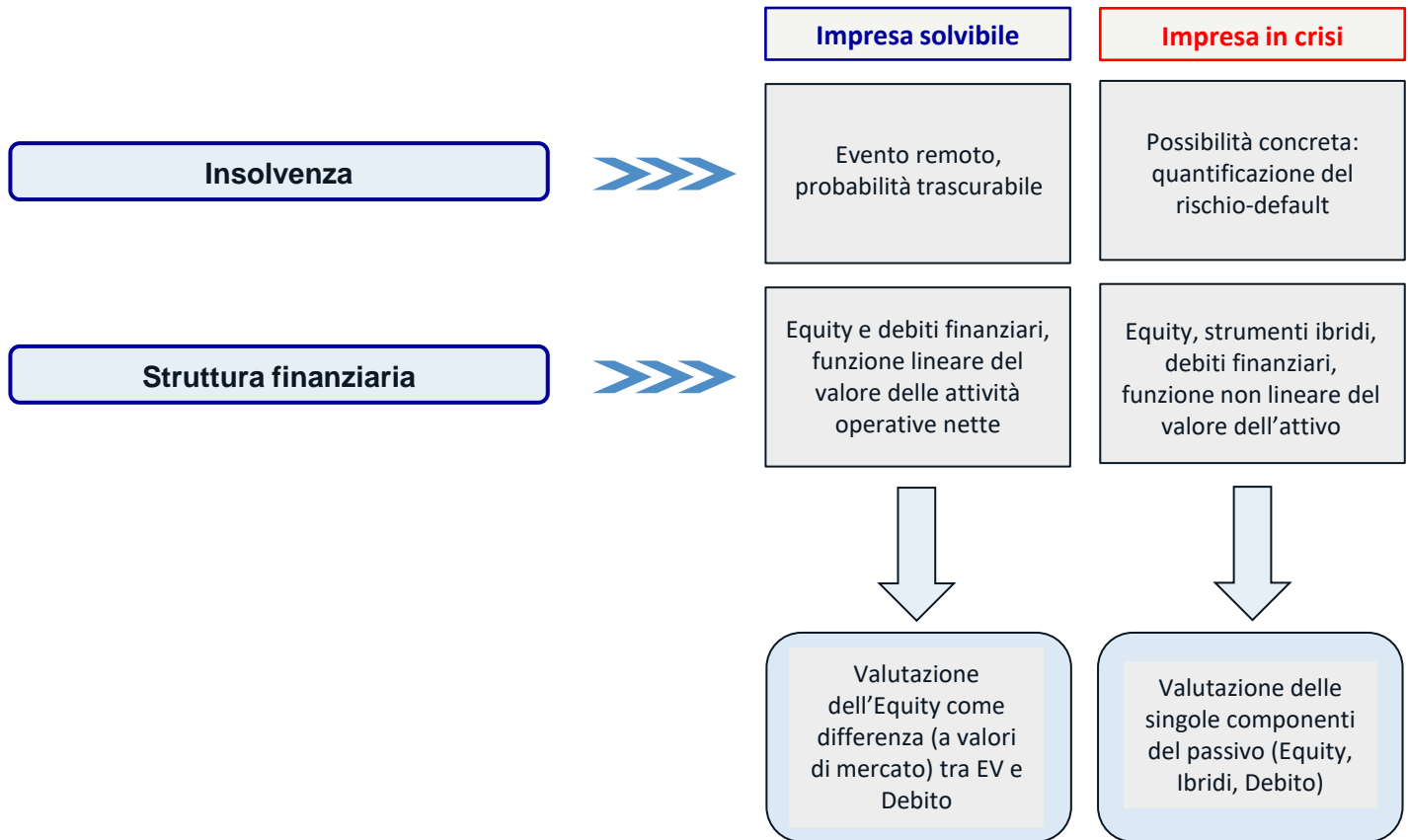
Criticità della valutazione

Tra le criticità che emergono nella valutazione delle imprese in crisi:

- **difficoltà di stimare il valore di continuità**, per l'estrema incertezza e aleatorietà delle prospettive strategiche, operative e finanziarie future;
- **incertezze nella stima del valore di liquidazione**;
- **necessità di articolazione del valore tra diverse categorie di creditori e azionisti**, specie considerando che alcuni di essi (in particolare i fornitori di nuova finanza) possono rivestire un ruolo fondamentale/decisivo per l'esecuzione del piano di ristrutturazione e rilancio e, quindi, per la salvaguardia della continuità aziendale.

Fonte: rielaborazione da Buttignon F., *La Valutazione delle Imprese in Crisi Finanziaria*, ne «*La Valutazione delle Aziende*», Dicembre 2019, Vol. 2, pag. 38, OIV-CNDCEC-Class Editori

Valutazione di imprese in condizioni ordinarie e in crisi: esempi



L'individuazione del metodo di valutazione da adottare

- La scelta del metodo di valutazione delle imprese in crisi deve avvenire attraverso un puntuale percorso logico:
 - a. individuazione e analisi della cause della crisi;
 - b. giudizio sulle probabilità di successo di un piano di ristrutturazione e risanamento, partendo dall'accertamento della disponibilità di nuova finanza;
 - c. distinzione tra aziende convenientemente risanabili e aziende non risanabili;
 - d. selezione del più opportuno metodo di valutazione.

Le metodologie applicabili

Imprese in crisi nella prospettiva della liquidazione



Abbandono dei criteri del *going concern*, tipici delle valutazioni di funzionamento, con adozione di criteri di stralcio (*liquidation value*).

Imprese in crisi in prospettiva di continuità aziendale



Premessa: giudizio di possibile risanabilità e continuità dell'azienda, che può continuare a operare durevolmente e autonomamente, facendo affidamento sulle proprie risorse, senza ricorrere in modo sistematico a sostegni esterni.



METODI APPLICABILI

- Metodo reddituale;
- Metodo patrimoniale complesso;
- Metodo misto patrimoniale/reddituale, con stima autonoma dell'avviamento

METODI DI DIFFICILE APPLICAZIONE

- Metodi finanziari (*Discounted Cash Flow valuation*).
- Metodi diretti basati su moltiplicatori.

I problemi applicativi del DCF method alle aziende in crisi

Estrema variabilità/aleatorietà dei risultati del *Restructuring Plan*



Analisi di scenario sui principali *key value driver*

Necessità di reperire nuova finanza e/o di ristrutturare i debiti esistenti



Focus preliminare sulla manovra finanziaria a supporto del Piano Operativo

Non linearità nella relazione tra passività finanziarie e attività operative nette



Valutazione analitica delle singole componenti di debito

Presenza dell'opzione di liquidazione



Confronto nel tempo tra *Enterprise Value* e *Liquidation Value*