Consiglio Nazionale
dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili

Palermo, 12 Dicembre 2016

# GLI STANDARD DI VALUTAZIONE DELLE IMPRESE IN CRISI


**Prof. Dott. Raffaele Marcello**

**Consigliere nazionale CNDCEC con delega ai Principi di valutazione**


## La prospettiva di partenza

- I commercialisti sono da sempre coinvolti nelle valutazioni «economiche»
- In questa prospettiva, il Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili (CNDCEC) è:
  - componente dell'International Valuation Standards Council, organizzazione che emana i Principi internazionali di valutazione (International Valuation on Standards)
  - socio fondatore dell'Organismo Italiano di Valutazione (OIV), organizzazione che emana i Principi Italiani di Valutazione (PIV)
- Il CNDCEC ha poi:
  - condiviso i «Principi di attestazione» (2014)
  - nominato la Commissione «Principi di valutazione d'azienda» (2015)
  - pubblicato le Linee guida «Informativa e valutazione nella crisi d'impresa» (2015)
  - effettuato una «Indagine sull'attività professionale del Commercialista: Le Valutazioni» (2016)
  - pubblicato la traduzione ufficiale degli IVS (2016)
- Nell'ambito delle Saf Triveneta è stata istituita la Scuola di valutazione d'azienda


Consiglio Nazionale
dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili

## Nello specifico…

- Nel corso del 2016 è stato effettuato un accordo con la Associazione degli Studiosi di Economia Aziendale e Ragioneria (SIDREA) per sviluppare congiuntamente il documento «Linee guida per la valutazione di aziende in crisi»
- Data prevista per l'uscita: Dicembre 2016

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

3

## A chi può servire la valutazione delle aziende in crisi

- Decisioni aziendali (continuare, dismettere, affittare)
- Procedure concorsuali
- Operazioni straordinarie

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

4

## La crisi in una prospettiva aziendalistica

- La Commissione Rordorf ha di fatto spostato l'attenzione dalla «insolvenza» alla «crisi reversibile», prevedendo che gli organi di controllo abbiano «…l'obbligo di avvisare immediatamente l'organo amministrativo della società dell'esistenza di fondati indizi della crisi»
- La prassi aziendale ha già identificato criteri per intercettare i sintomi della crisi:
  - Principio di revisione ISA Italia 570, Continuità aziendale;
  - Principio 11 delle norme di comportamento del collegio sindacale delle società non quotate
  - OIC 6, Ristrutturazione del debito e informativa di bilancio

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

5

## (Alcuni) indicatori ISA Italia 570

**Indicatori finanziari**

- situazione di *deficit* patrimoniale o di capitale circolante netto negativo
- prestiti a scadenza fissa e prossimi alla scadenza senza che vi siano prospettive verosimili di rinnovo o di rimborso oppure eccessiva dipendenza da prestiti a breve termine per finanziare attività a lungo termine
- indicazioni di cessazione del sostegno finanziario da parte dei finanziatori e altri creditori
- bilanci storici o prospettici che mostrano *cash flow* negativi
- principali indici economico-finanziari negativi
- consistenti perdite operative o significative perdite di valore delle attività che generano *cash flow*

…

**Indicatori gestionali**

- perdita di amministratori o di dirigenti chiave senza riuscire a sostituirli
- perdita di mercati fondamentali, di contratti di distribuzione, di concessioni o di fornitori importanti

…

**Altri indicatori**

- capitale ridotto al di sotto dei limiti legali o non conformità ad altre norme di legge
- contenziosi legali e fiscali che, in caso di soccombenza, potrebbero comportare obblighi di risarcimento che l'impresa non è in grado di rispettare

…

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

6

## Elementi preliminari per l'espressione della stima

- Il documento presterà particolare attenzione agli elementi che porteranno alla definizione del contesto e delle «condizioni» in cui esprimere la valutazione
- Occorre che anche la relazione di stima identifichi specificamente gli elementi cardine per la comprensione del valore, quali:
  - la base informativa su cui la stima è articolata
  - lo stato della crisi
  - le ipotesi di riferimento

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili



## Criteri di valutazione riconosciuti da OIV

- Criteri patrimoniali
- Criteri reddituali
- Criteri che esplicitano la creazione di valore
- Criteri finanziari
- Criteri comparativi di mercato

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

## Prime considerazioni sui criteri e metodi applicabili nella dottrina

- La scelta del metodo di valutazione di un'azienda in crisi deve essere fatta tenendo presente la finalità per la quale viene operata la stima
- Es: se la valutazione ha ad oggetto la stima del valore di un'azienda in fase di liquidazione, il professionista può orientarsi verso una metodologia che assegni un valore all'azienda sulla base del valore di realizzo diretto delle attività e del valore di estinzione delle passività (*exit value*)

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili



## …e personalmente*

- Parte della dottrina sostiene che, qualora sussista il presupposto del *going concern*, qualsiasi metodo -seppur adeguatamente considerato- possa essere accettato
- Ciò detto, i metodi diretti appaiono di più difficile applicazione, poiché può essere complesso individuare operazioni o realtà comparabili
- Uno dei metodi che la prassi «astrattamente» indica come praticabile per la valutazione delle aziende in crisi è il metodo misto patrimoniale-reddituale, per cui:

$$W = K + an\neg i\ (R - Ki)$$

- Nel caso in cui l'eventuale avviamento negativo [an¬i (R - Ki)] fosse superiore al capitale potrebbe essere opportuno dismettere il complesso
- In condizioni di risanamento potrebbe essere possibile anche applicare il DCF:

$$W = [\sum_{t=1}^{n} \frac{F_t}{(1+WACC)^t} + TV/1 + WACC)^n] - PFN$$

*R. Marcello (2015), La valutazione delle aziende in crisi: spunti e riflessioni

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

## Criticità

- Perimetrazione dell'azienda da valutare
- Relazione valutazione - piani di risanamento
- Definire linee guida che siano applicabili anche alla valutazione delle PMI in crisi

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili



## La valutazione dell'azienda nei PIV

**Principio I.1.1 dei Principi Italiani di Valutazione**

*La valutazione è un giudizio ragionato che si fonda su stime e non è mai il risultato di un mero calcolo matematico.*

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

# L’obiettività della valutazione nei PIV

**Principio I.1.2 dei Principi Italiani di Valutazione**

*Il giudizio di valutazione deve essere formulato obiettivamente e non deve sovra- o sotto-rappresentare il risultato della valutazione.*

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili



# I metodi di valutazione: tipologie

a) Metodi basati sull’attualizzazione di flussi di risultato (metodi reddituali e metodi finanziari)

b) Metodi patrimoniali (semplici o complessi)

c) Metodi misti (reddituali e patrimoniali)

d) Metodi empirici (multipli di mercato)

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

## Scelta del metodo di valutazione

Non esiste un metodo di valutazione che possa essere considerato **in assoluto** migliore degli altri in ogni situazione.

Criteri:

1. tipologia di azienda
2. finalità della valutazione
3. disponibilità dei dati

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili



## Contesti valutativi

Caratteristiche dell'azienda in crisi

1. Azienda in equilibrio economico e crisi potenziale
2. Azienda in disequilibrio economico e crisi reversibile
3. Azienda in disequilibrio economico e crisi irreversibile

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

## Metodi applicabili alle situazioni di crisi

- **Azienda destinata alla liquidazione →**

  non può essere valutata nel suo insieme, ma deve essere considerata come composta da singoli beni suscettibili di autonomo realizzo →

  **metodo patrimoniale**

  il valore dell'azienda corrisponde al valore di realizzo delle attività al netto del valore di estinzione delle passività

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

17

## Metodi applicabili alle situazioni di crisi

- **Azienda destinata alla continuazione dell'impresa →**

  È destinata a produrre, anche in seguito alla ristrutturazione, flussi economici e reddituali positivi →

  **metodi basati sull'attualizzazione di flussi di risultato**

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

18

## Inapplicabilità dei multipli di mercato

- Difficolta di utilizzare il criterio delle **imprese comparabili**, perché l'oggetto della stima è un'azienda in situazione *distressed*, non comparabile con altre imprese sul mercato
- Anche il criterio delle **transazioni comparabili** non è applicabile, in assenza di un mercato effettivo di aziende in crisi.

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili



## La valutazione dell'azienda in *going concern* - 1

- La continuità aziendale è normalmente ipotizzabile solo a seguito di operazioni di risanamento
- Forte differenza tra risultati ante ristrutturazione e risultati attesi post ristrutturazione
- Analisi flussi storici poco utile
- Risultato economico di emersione della crisi alterato da numerose rettifiche

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

## La valutazione dell'azienda in *going concern* - 2

- Necessità di considerare i **flussi prospettici**, ricavabili da **piani** ritenuti attendibili
- Necessità di considerare i flussi separatamente per ogni singolo anno, e non i flussi medi normalizzati
- Eventualmente, valutare **tassi di sconto** differenziali per ciascun periodo
- Eventualmente, utilizzare un *range* di valori a seconda dello scenario di stress utilizzato



## La valutazione dell'azienda in *going concern* - 3

Il professionista deve decidere se utilizzare:

- valutazioni ad assetti invariati [«*as it is*»] o
- valutazioni ad assetti sottoposti a uno o più interventi correttivi [«*as it may be*»].

## Flussi reddituali o flussi finanziari?

**Principio di Valutazione III.1.32**

*Le stime reddituali vanno normalmente utilizzate nelle situazioni aziendali stabilizzate.*

*Nelle situazioni caratterizzate da fattori evolutivi è generalmente da preferire la più analitica costruzione dei flussi di risultati consentita dai metodi finanziari.*

I flussi finanziari consentono di considerare meglio gli effetti prodotti sui flussi di cassa dalle politiche di ristrutturazione.

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

23

## La valutazione DCF dell'impresa in crisi - 1

Il valore e' determinato in due stadi:

1. Attualizzazione dei singoli flussi finanziari per l'intero periodo di risanamento, necessario a ottenere una struttura finanziaria equilibrata,

e

2. *Terminal value*, inteso come l'attualizzazione dei flussi a regime (cui eventualmente e' applicato un coefficiente di crescita *g*).

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

24

## La valutazione DCF dell'impresa in crisi - 2

- I flussi nel periodo di ristrutturazione devono essere stimati analiticamente e comprendere gli oneri di ristrutturazione.
- È preferibile il criterio "*asset side*", con i flussi monetari operativi *unlevered*, da attualizzare al costo medio ponderato del capitale (WACC)
- È necessario che dal valore delle attività sia sottratto il valore delle passività di natura finanziaria
- Necessità di valutare i *surplus assets* (non funzionali all'attività tipica) per maggiorare il valore dell'azienda, al netto delle relative passività, anche latenti

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

25

## Stima del tasso di attualizzazione

Somma di due elementi:

1. Un tasso privo di rischio, che corrisponde a un premio per l'utilizzo differito per un certo periodo di tempo, anziché immediato, del capitale investito
2. Un premio per il rischio, che va a remunerare il rischio che si incorre investendo in una specifica attività, composto da
   i. un premio per il rischio di mercato,
   ii. il coefficiente β, che misura il rischio sistematico della specifica impresa
   iii. il coefficiente *alfa*, che misura il rischio specifico legato a specifiche caratteristiche di quella impresa.

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

26

## Valutazione delle partecipazioni

Tendenzialmente corrisponde alla percentuale del valore dell'azienda *asset side*, al netto delle passività finanziarie

**Premi o sconti:**

- partecipazione di controllo strategico e finanziario: incorpora un **premio** dovuto alle sinergie che un acquirente strategico potrebbe trarne
- partecipazione di minoranza senza mercato attivo: incorpora uno **sconto** per mancanza di liquidità
    - (un investitore razionale richiede un rendimento maggiore per un investimento illiquido rispetto a uno liquido).

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

27

## Saluti

marcello@commercialisti.it

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

28