

Corso di Laurea Magistrale in Amministrazione, Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

Ca' Foscari Dorsoduro 3246 30123 Venezia

La valutazione dell'azienda in crisi

Relatore

Prof. Beltrame Federico

Laureando

Pedrazzi Nicola Matricola 844694

Anno Accademico 2019 / 2020

"Price is what you pay. Value is what you get."

Warren E. Buffett

INDICE

INTRODUZIONE	pag.	5
CAPITOLO 1		
I VARI MODELLI PER LA VALUTAZIONE D'AZIENDA		
1.1 I metodi diretti e indiretti	pag.	6
1.1.1 I metodi diretti	pag.	6
1.1.2 I metodi indiretti	pag.	9
1.2 I metodi reddituali	pag.	10
1.3 I metodi patrimoniali	pag.	15
1.4 I metodi finanziari	pag.	19
1.5 Il metodo dei multipli	pag.	24
1.6 I metodi misti	pag.	33
1.6.1 Il metodo del valore medio	pag.	34
1.6.2 Il metodo della rivalutazione controllata dei cespiti	pag.	36
1.7 I metodi innovativi	pag.	37
1.7.1 L'economic value added (EVA)	pag.	37
1.7.2 Il metodo delle opzioni reali	pag.	39
CAPITOLO 2		
LA CRISI AZIENDALE: FONDAMENTI E SOLUZIONI LEGISLATIVE		
2.1 Il fallimento	pag.	45
2.1.1 La dichiarazione di fallimento	pag.	45
2.1.2 Gli organi del fallimento	pag.	47
2.1.3 Gli effetti del fallimento	pag.	50
2.1.4 Gli adempimenti iniziali	pag.	53
2.1.5 L'accertamento del passivo	pag.	55
2.1.6 Amministrazione, liquidazione e ripartizione dell'attivo	pag.	57
2.1.7 I casi di chiusura del fallimento	pag.	58
2.2 Il piano attestato di risanamento	pag.	60
2.3 Gli accordi di ristrutturazione dei debiti	pag.	62
2.4 Il concordato preventivo	ทลต	64

	2.5 La composizione della crisi da sovraindebitamento	pag. 67
	2.6 La riforma della crisi d'impresa	pag. 69
CAPITOLO	3	
LA VALUT	AZIONE DELLE AZIENDE IN CRISI	
	3.1 Valutazione delle aziende in crisi	pag. 74
	3.2 Definizione e contesto valutativo	pag. 75
	3.3 Scelta del metodo nel caso di continuità aziendale	pag. 79
	3.4 Valutazioni in ipotesi di cessione d'azienda o rami	pag. 87
	3.5 Valutazioni in presenza di patrimoni destinati	pag. 92
CONCLUSI	ONI	pag. 99
BIBLIOGRA	AFIA	pag. 100
DIDLIOOK	11 1/1	pag. 100
SITOGRAF	IA	pag. 102

INTRODUZIONE

Nell'ambito della finanza d'impresa, il tema della valutazione d'azienda assume oggi una fondamentale importanza a causa della crescente necessità di attribuire un valore ad aziende/rami d'azienda a seguito dell'aumento delle "operazioni straordinarie" relative in particolar modo alle Merger and Acquisition (M&A). Queste ultime, infatti, han avuto negli ultimi anni una crescita significativa stante la necessità delle imprese di competere in ambiti internazionali e non più solo nazionali. A riprova di ciò, un recente intervento da parte di Angela Merkel ed Emmanuel Macron i quali han chiesto all'Antitrust europeo maglie più larghe per le operazioni di M&A a livello comunitario¹.

La seguente tesi si è posta l'obiettivo di analizzare le varie metodologie comunemente in uso per la valutazione d'azienda, focalizzando l'attenzione sull'azienda in crisi.

Nel primo capitolo viene effettuata una disamina dei principali metodi di valutazione d'impresa; l'analisi effettuata non è sicuramente esaustiva, ma cerca il più possibile di delinearne i punti di forza e quelli di debolezza. Il capitolo si apre con la suddivisione delle varie metodologie in due filoni principali: i metodi diretti e i metodi indiretti, questi ultimi, in particolar modo, costituiranno il punto focale di questa tesi.

Nel secondo capitolo vengono riepilogate le varie procedure legislative inerenti all'azienda in crisi: dalla dichiarazione di fallimento vera e propria, verranno in seguito esaminate le varie procedure inerenti alla continuità aziendale, e cioè il piano attestato di risanamento, gli accordi di ristrutturazione dei debiti, il concordato preventivo e la composizione della crisi da sovraindebitamento.

L'ultimo paragrafo è dedicato alla nuova riforma della disciplina fallimentare che è entrata in vigore nel mese di agosto 2020, in seguito prorogata, con il D. Lgs. 8 aprile 2020, a causa dell'emergenza Covid-19, al 1° settembre 2021.

Nel terzo e ultimo capitolo, prima di entrare pienamente nell'analisi della valutazione dell'impresa in crisi, viene posta attenzione sulla crisi della stessa, i fattori che la caratterizzano (interni/esterni, esogeni/endogeni), e le varie metodologie che ci aiutano a capire quando il deterioramento della situazione economico/finanziaria è prossima ad un punto di non ritorno.

Vengono quindi esaminate le valutazioni nel caso di continuità aziendale, nel caso di cessioni d'azienda o relativi rami, e nell'eventualità ci siano patrimoni destinati ad uno specifico affare.

 $^{^{1}\} https://www.ilsole24 ore.com/art/da-parigi-e-berlino-manifesto-creare-campioni-industriali-ue-ABhKJEWB$

CAPITOLO 1

I VARI MODELLI PER LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

1.1 I metodi diretti e indiretti

1.1.1 I metodi diretti

Nell'approcciarsi alla materia risulta utile partire innanzitutto dalla prima grande suddivisione delle varie tipologie di metodi che si utilizzano nella stima della valutazione del capitale economico, ovvero i metodi diretti e i metodi indiretti².

I metodi diretti comprendono tutte quelle metodologie valutative basate su dati di mercato e da osservazioni di parametri e relativi indicatori, presupponendo che rappresentino una stima corretta del valore aziendale. Il risultato che ne scaturisce è essenzialmente un valore basato su aziende similari, in quanto i metodi diretti non esplicitano valori di capitale economico.

I metodi diretti sono essenzialmente suddivisibili in:

- Metodi diretti fondati su multipli: forniscono una stima del valore aziendale basato sui prezzi
 espressi dal mercato (in caso l'azienda sia quotata) oppure sulla base di prezzi stabiliti in
 operazioni straordinarie riguardo aziende omogenee;
- Metodi diretti fondati su moltiplicatori empirici: stimano il valore dell'azienda ricavandolo dal prodotto da un determinato moltiplicatore di mercato e una grandezza espressiva del valore del capitale dell'azienda;
- Metodi diretti in senso stretto: fondano la stima del valore aziendale considerando fattori (per lo più esogeni) che non sono sempre direttamente collegabili agli aspetti patrimoniali, finanziari e reddituali dell'azienda in oggetto, ma utilizzando dati standard oppure opinioni diffuse riguardo a settori specifici e beni (materiali e immateriali) di cui è composta l'azienda. La valutazione può quindi basarsi su parametri esterni (come possono essere gli indicatori, moltiplicatori...) ovvero su dati interni (ricavi/costi, flussi finanziari da attualizzare...).

La valutazione si può alternativamente riassumere in:

- a) Valutazione basata sui costi: costo storico, di sostituzione ecc...;
- b) Valutazione basata sui benefici economici attesi: flussi di reddito, margini economici...;
- c) Valutazione basata su dati esogeni: moltiplicatori di mercato/aziende comparabili ecc.

² Manzana G., Iori M., Guida alla valutazione d'azienda, Il Sole 24 Ore, 2014, Milano, p. 4

I metodi diretti offrono, da un punto di vista operativo, un risultato approssimativo che possiamo considerare una sorta di "primo valore" da confrontare in seguito con risultati ottenuti dall'applicazione di metodi indiretti. Quando vengono utilizzati per la stima di singoli beni aziendali bisogna porre particolare attenzione al rischio di "duplicazione dei valori" se stimati una prima volta con metodologie dirette (magari per la valutazione globale dell'azienda) e in seguito con metodologie indirette.

I metodi diretti sono perlopiù usati come funzione di riscontro e controllo di metodologie valutative più complesse, ma vi sono alcune circostanze in cui l'utilizzazione è pratica:

- Imprese di piccole dimensioni i cui beni stimabili con metodi diretti assumono rilevanza e centralità;
- Nel caso ci sia particolare urgenza di una stima;
- Nel caso in cui l'applicazione di altre metodologie ha determinato risultati incerti e/o contradditori;
- Nel caso in cui altre metodologie più sofisticate di valutazione risultino scarsamente credibili.

Se nella prassi si era soliti utilizzare rapporti come il P/E (price/earnings) oppure P/CF (price to cash flow) l'evoluzione del metodo ha fatto sì che nel tempo si iniziassero ad usare coefficienti "complessi," cioè costruendo rapporti fondati sulla relazione tra MOL o FCFO con il volume delle attività operative; così facendo l'attendibilità risulta maggiore in quanto viene neutralizzato l'effetto delle politiche finanziarie sul valore economico dell'impresa.

Nell'eventualità in cui un'azienda non abbia titoli quotati nel mercato azionario (ipotesi peraltro molto diffusa a causa della ridotta dimensione delle imprese italiane che le rende incapaci di supportare i costi diretti e legati alla disclosure) l'unico criterio che si può utilizzare, nella metodologia diretta, è quello basato su prezzi pagati per aziende omogenee o per la stessa azienda in tempi precedenti. I limiti di quest'approccio (meglio conosciuto come comparison approach to valuation) sono tuttavia lapalissiani: il trasferimento di un complesso aziendale è, nei fatti, un evento unico, in quanto, nell'eventualità si riproponesse, cambierebbero di volta in volta le valutazioni economico – tecniche dell'impresa, le sue prospettive future e soprattutto le condizioni soggettive di negoziazione tra le controparti.

Discussa nella dottrina è anche la valutazione con la metodologia dei multipli di mercato: sebbene sia logico assumere che il valore di mercato in un dato momento sia la valutazione più corretta, il valore oggettivo dell'impresa non è un'ipotesi condivisa all'unanimità. Zanda, ad esempio, sottolinea come «le negoziazioni svolte in Borsa abbiano ad oggetto un "flottante" limitato, che nulla ha a che vedere con partecipazioni di controllo, maggioranze qualificate o comunque di "peso" nelle società

7

³ Oricchio G., La stima dell'aleatorietà presente nelle valutazioni del capitale economico dell'Impresa, Giappichelli, Torino, 1994, capitoli 2 e 3

emittenti»⁴, pertanto il prezzo di Borsa sarebbe più che altro un incontro tra domanda e offerta che non una quantificazione oggettiva del valore dell'impresa.

La stessa posizione è condivisa da Guatri secondo cui «è tutt'altro raro che il mercato commetta errori nelle valutazioni, e comunque la valutazione espressa può essere valida forse nel brevissimo termine, ma è soggetta a smentite – anche clamorose – nel lungo termine»⁵. C'è da considerare, inoltre, che fasi di mercato caratterizzate da alta volatilità rendono particolarmente ardua la stima del valore azionario, tanto che c'è chi si domanda se esista effettivamente una significativa correlazione tra l'andamento economico dell'azienda e i suoi rispettivi corsi azionari⁶.

Sul lato opposto Fama⁷, dopo aver passato in rassegna gli studi accademici relativi alle anomalie del mercato, sostiene che le anomalie sarebbero eventi causali del tutto irrilevanti nel lungo termine in quanto il mercato rimane efficiente. A sostegno dei suoi studi sono state ricavate tre differenti ipotesi di efficienza dei mercati:

- Efficienza in forma debole: avviene quando i prezzi osservati nel mercato riflettono tutta l'informazione passata nei prezzi, per cui il mercato è efficiente rispetto ai prezzi passati. Da ciò ne deriva che una scelta basata sull'andamento storico dei prezzi di un titolo sia uguale ad una scelta casuale.
- Efficienza in forma semi-forte: si basa sul fatto che i prezzi contengono l'informazione della serie storica più tutte le informazioni disponibili al pubblico, ed è quindi impossibile "battere sistematicamente il mercato" basandosi su tali informazioni;
- Efficienza in forma forte: si basa sulle informazioni contenute nella serie storica, nelle informazioni pubbliche e in quelle private. In buona sostanza si ritiene che un individuo in possesso di informazioni privilegiate possa battere qualche volta il mercato, ma è impossibile che lo faccia sempre e che abbia sempre lui accesso a suddette "dritte".

Più in generale, gli economisti che sostengono l'ipotesi di efficienza del mercato assumono sempre una serie di ipotesi limitative:

- L'orientamento al lungo periodo;
- Una grande quantità di scambi nel mercato;
- Completa accessibilità delle informazioni;
- Razionalità economica degli investitori.

⁴ Zanda G., Lacchini M., Onesti T., La valutazione delle aziende, 1994, Giappichelli Editore, Torino, pag. 28

⁵ Guatri L., La valutazione delle aziende – Teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto, 1994, Igea, Milano

⁶ M.H. Miller, F. Modigliani, Dividend Policy, Growth and the Evaluation of Shares – theory of business finance, 1976, MacMillan, Londra

⁷ Fama E.F., "Market efficency, long-term return, and behavioural finance", Journal of Financial Economics, settembre 1998, vol. 49, n. 3, pp. 283 - 306

E soltanto in presenza di tutte e quattro le ipotesi in questione si potrebbe parlare di valore di mercato allineati ai valori "effettivi" delle aziende. Con riguardo a Borsa Italiana è necessario sottolineare come essa sia ancora ben lontana dai massimi raggiunti nel 2007 a causa della scarsa crescita del Paese in questo decennio, ma anche per la costante e inesorabile fuga di capitali e da una maggiore tassazione dovuta – in particolar modo - dall'implementazione della Tobin Tax.⁸

Le stringenti limitazioni all'applicabilità del metodo fanno che si che non possa essere assunto a valido fondamento per la stima del capitale economico aziendale, in particolare sempre Zanda⁹ lo censura sotto il profilo:

- a) Della razionalità: non è scontato che ci sia una netta correlazione tra andamento del titolo azionario e andamento dell'impresa;
- b) Della neutralità: il valore negoziato nel mercato sconta le condizioni soggettive di una normale negoziazione (in primis le asimmetrie informative), nel caso infatti venga nominato un perito indipendente, si presuppone esso risponda al criterio dell'equità, ignorando quindi le caratteristiche delle parti.

Il valore di mercato, pertanto, può essere utile nella scelta dei parametri valutativi da adottare, e per un riscontro – in seguito all'applicazione di altre metodologie – per la valutazione finale delle stime fatte.

1.1.2 I metodi indiretti

I metodi indiretti invece fondano la valutazione sulla stima del capitale economico di un'impresa prendendo a riferimento grandezze cosiddette *flusso* e grandezze cosiddette *stock*.

Vengono raggruppati nei classici metodi:

- Patrimoniali: quando il valore aziendale è riassunto dal patrimonio posseduto;
- Reddituali: quando il valore è dato dalla stima del reddito che si prevede di generare;
- Finanziari: quando il valore è calcolato dalla stima dei flussi di cassa futuri;
- Misti: quando si utilizzano più metodologie.

Con riguardo ai criteri di stima basati sui flussi è possibile distinguerli in due gruppi di metodologie valutative:

 Metodi di valutazione fondamentali teorici: rientrano nella metodologia tutti gli elementi necessari al fine di individuare un valore equo (e razionale) del capitale economico;

⁸ https://www.linkiesta.it/2012/10/cosi-in-dieci-anni-borsa-italiana-e-diventata-periferia/

⁹ Zanda G., Lacchini M., Onesti T., La valutazione delle aziende, 1994, Giappichelli Editore, Torino, pag. 31

 Metodi di valutazione fondamentali semplificati: sono di più facile applicabilità appunto perché meno esaustivi.

1.2 I metodi reddituali

Il metodo reddituale, il cui fine consiste nel determinare il valore dell'azienda (in quanto complesso unitario) mediante l'attualizzazione/capitalizzazione dei suoi flussi di natura economico – reddituale, è il principale metodo utilizzato nella dottrina economico – aziendale nei paesi dell'Europa Continentale¹⁰.

Le maggiori criticità sono concentrate nella determinazione dei flussi necessari, nella stima del tasso di valutazione adeguato, e riguardo l'arco temporale da prendere in considerazione, che può essere a sua volta definito oppure indefinito.

Si suddivide in due differenti metodologie:

- Metodo reddituale semplice
- Metodo reddituale complesso

Il metodo reddituale semplice (anche detto sintetico sintetico) si basa sulla stima – ad un tasso equo – di un reddito medio prospettico (che sarà NOPLAT nel caso adottassimo un approccio asset side ovvero reddito netto nel caso di approccio equity side). Con riguardo al lasso temporale è possibile considerare un orizzonte di vita limitato o illimitato, ma nel primo caso bisognerà stimare l'eventuale valore di liquidazione ottenibile dalla cessione/cessazione dell'azienda.

In formula:

Orizzonte temporale di riferimento	Approccio equity side	Approccio asset side	
Illimitato	W = R / Ke	W = (NOPLAT / WACC) - PFN	
Limitato senza valore di liquidazione	W = R ⋅ a n ₇ Ke	$W = NOPLAT \cdot a n_{7} WACC - PFN$	
Limitato con valore di liquidazione	$W = R \cdot a n_{T \mathrm{Ke}} + \mathrm{Vl} (1 + \mathrm{Ke}) - n$	W=NOPLAT·an ₁ WACC+Vla(1+WACC) ⁻ⁿ -PFN	

Dove:

V = Valore dell'azienda

R = Reddito medio prospettico

Ke = Costo del capitale proprio

¹⁰ Pozzoli S., Valutazione d'azienda tecniche operative di misurazione del valore, IV edizione, 2013, IPSOA, p. 125

 A_1 = Valore attuale netto di una rendita con lasso temporale definito

NOPLAT = Ebit meno le imposte rettificate

Vl = Valore di liquidazione

PFN = Posizione finanziaria netta

WACC = Costo medio ponderato del capitale

Vla = Valore di liquidazione attualizzato

La formula più utilizzata è quella con orizzonte temporale illimitato nell'approccio equity side, anche nota come formula della rendita perpetua in ambito matematico – finanziario. La semplificazione adottata è, sotto il profilo teorico, preferibile in quanto:

- 1) L'azienda è, almeno nella maggior parte dei casi, un'entità che si presume destinata a durare nel tempo, senza vincoli di limitazione (dal 2003 il Legislatore non obbliga più a stabilire una durata temporale limitata della vita aziendale¹¹);
- 2) Le prime fonti di finanziamento di un'azienda avviata sono quelle autogenerate, cioè la capacità dell'azienda di mantenere/accrescere la sua capacità di reddito nel tempo;
- 3) La difficoltà di stimare ex ante la durata di vita dell'impresa è possibile solamente in un numero limitato di casi (es. joint venture);
- 4) L'impossibilità di cadere in errore stimando una vita aziendale più breve di quanto non sia poi in realtà.

I casi di definibilità della vita aziendale sono invece riassumibili fondamentalmente in 4 gruppi:

- Monopolio naturale (es. miniera);
- Monopolio legale (es. concessioni statali);
- Joint Venture;

 Monopolio tecnologico (è il caso di un'invenzione che permette – per un determinato periodo di tempo – un vantaggio competitivo all'azienda;

• Azienda legata alla figura dell'imprenditore, le cui capacità imprenditoriali sono fondamentali al successo dell'azienda. Caso peraltro molto frequente per quanto concerne la realtà italiana (caratterizzata da piccole – medie imprese), se si pensa che solo il 33% supera il primo passaggio generazionale, e questa percentuale si riduce poi al 15% nel secondo ricambio¹².

https://www.diritto.it/la-costituzione-della-societa-a-responsabilita-limitata-ordinaria-e-semplificata-dopo-il-decreto-lavoro-decreto-legge-n-76-del-2013/

¹² http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2014-09-03/trapasso-generazionale-azienda-quali-problematiche-e-possibili-soluzioni-135659.php?preview=true)

Il metodo reddituale complesso rappresenta la diretta evoluzione del metodo sopraindicato tramite un processo di valutazione a due stadi: nel primo stadio si prenderanno in esame le previsioni analitiche, cioè le previsioni basate su un determinato arco temporale (solitamente 5 anni) a partire dalla data di valutazione e stimano i redditi che si prevede di produrre. Alla fine del periodo, tuttavia, l'azienda non cesserà di produrre reddito e qui bisognerà prendere in considerazione il secondo stadio, cioè l'analisi del suo terminal value ovvero del valore di liquidazione in caso di cessazione dell'attività aziendale.

In formule:

Approccio equity side

Approccio asset side

$$W = \sum_{t=1}^{n} \frac{R_t}{(1+Ke)^t} + TV/(1+Ke)^n \qquad W = \sum_{t=1}^{n} \frac{NOPLAT_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} - PFN$$

Dove:

Ipotesi steady state

$$TV = \frac{R}{K\rho}$$

$$TV = \frac{NOPLAT}{WACC}$$

Ipotesi steady growth

$$TV = \frac{R_{n+1}}{Ke - g}$$

$$TV = \frac{NOPLAT_{n+1}}{WACC - a}$$

Il metodo reddituale complesso è utile applicarlo in quelle aziende dove vengono impiegati fondati piani di gestione aziendale ed esaustive analisi previsionali, in quanto l'attendibilità del metodo diminuisce man mano che l'orizzonte temporale aumenta.

Le principali problematiche del metodo reddituale, sia esso semplice che complesso, sono relative al capitale da utilizzare e il tasso di interesse da applicare.

La stima del reddito dell'impresa può essere calcolata attraverso l'uso di quattro metodologie differenti¹³:

- 1) Metodo dei risultati storici: è il metodo più utilizzato nella pratica professionale in quanto stima un reddito medio analizzando la gestione passata prendendo a riferimento i risultati conseguiti negli ultimi 3/5 esercizi;
- 2) Metodo di proiezione dei risultati storici: si focalizza anch'esso sui risultati passati, ma aggiunge il dato previsionale analizzando eventuali miglioramenti nell'efficienza, nella variazione dei prezzi ecc. È quindi più completo del metodo precedente, ma necessità di due condizioni riguardo ai fattori da analizzare:
 - Devono essere rilevanti e quindi identificabili;
 - Possono essere quantificati in maniera sufficientemente attendibile.

Il limite del metodo è rappresentato dal fatto che modificazioni minime che intervengono nei vari fattori oggetto di analisi possono modificare in maniera più che proporzionale i risultati ottenuti, riducendo quindi la credibilità dell'analisi. Per questo motivo il metodo è usato generalmente per brevi periodi temporali (non oltre i 5 anni).

- 3) Metodo dei risultati programmati: punto di partenza è il budget annuale da quale si cercherà di estrapolare dei dati utili a costruire piani previsionali pluriennali. Tuttavia, la scarsa attendibilità del budget dovuta spesso ad obiettivi irrealizzabili unita, a volte, ad una scarsa qualità manageriale nel lavoro di programmazione lo rendono un metodo di dubbia affidabilità.
- 4) Il metodo delle opzioni innovative: fonda la propria analisi sulle potenzialità future dell'azienda in ambito gestionale e tecnologico.

Le innovazioni possono riguardare:

- La tecnologia;
- Il management;
- Il prodotto;
- Il processo;
- Il marketing;
- Eventuali ristrutturazioni produttive.

Le innovazioni devono essere definite e quantificate, altrimenti il rischio è quello di considerare un'azienda "ideale" che esprime la capacità di produrre reddito solamente in via ipotetica.

¹³ Brescia G., Muraca F., Le perizie di stima delle aziende. Guida operativa alla perizia di valutazione ed alle attestazioni del professionista, VI edizione, Maggiorelli editore, 2013, p. 228

Qualunque sia il metodo prescelto è necessario in primo luogo "depurarlo" da eventuali elementi "straordinari", in un processo che Guatri¹⁴ definisce "normalizzazione del reddito":

- 1. Eliminazione oppure redistribuzione temporale dei proventi e dei costi straordinari;
- 2. Rettifica e/o eliminazione dei proventi derivanti dai capitali accessori;
- 3. Rettifica e/o eliminazione dei proventi e dei costi originati da cause estranee alla gestione caratteristica;
- 4. Neutralizzazione delle politiche di bilancio;
- 5. Rilevazione ed eliminazione di effetti distorsivi generati dai beni immateriali;
- 6. Rilevazione di eventuali componenti di reddito non rilevati contabilmente;
- 7. Rideterminazione degli oneri fiscali.

Per quanto concerne il tasso d'interesse d'applicare viene solitamente determinato attraverso l'uso dei seguenti parametri¹⁵:

- 1. Costo opportunità: indica il costo della rinuncia per effettuare una precisa scelta economica ed è pari al valore della migliore alternativa.
- 2. Costo capitale: indica il costo del capitale inteso come mezzi finanziari che l'azienda dovrà impiegare.
- 3. Tasso di rendimento soddisfacente: è una stima dei due precedenti parametri.

Solitamente viene preso come riferimento il tasso "risk – free" ovvero il tasso di rendimento dei titoli di Stato (virtualmente privo di rischi), a cui va sommato un premio per il rischio "risk – premium", ovvero un rendimento aggiuntivo che sarà tanto maggiore quanto più alto sarà il rischio dell'investimento da effettuare.

Il metodo reddituale è un metodo sicuramente più affidabile del c.d. "metodo patrimoniale" in quanto fonda le sue stime su dati certi relativi alla gestione aziendale, ma è anche più utile in ottica prospettica: essendo un modello che si basa sui flussi (e quindi lavorando anche in ottica prospettica), è in grado di determinare le vere "leve del valore" aziendale.

L'uso del metodo è da prediligere innanzitutto nei casi di cessione, trasferimento d'azienda/ramo d'azienda in quanto l'interesse precipuo delle parti è la valutazione del reddito prospettico, ossia dei risultati economico – finanziari futuri.

¹⁵ Brescia G., Muraca F., Le perizie di stima delle aziende. Guida operativa alla perizia di valutazione ed alle attestazioni del professionista, VI edizione, Maggiorelli editore, 2013, p. 230

¹⁴ Guatri L., La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto, Egea, Milano, 1990 pp. 133 - 139

È un metodo molto usato anche nella valutazione di aziende con basso indice di patrimonializzazione ma con elevato grado beni immateriali (c.d. Intangibles), anche in virtù della semplicità del metodo di applicazione.

Il metodo è principalmente utilizzato nella seguente categoria di aziende:

- Aziende commerciali;
- Aziende di servizi:
- Aziende d'intermediazione;
- Aziende d'intermediazione finanziaria;
- Aziende di consulenza:
- Aziende (giunte a maturità e quindi con una redditività costante.

1.3 I metodi patrimoniali

Il metodo patrimoniale è il metodo più intuitivo da applicare perché si basa semplicemente sulla situazione patrimoniale dell'azienda.

Il punto di partenza è rappresentato dal patrimonio netto contabile che viene rettificato, adeguando le relative voci che lo compongono, ai valori correnti.

La particolarità di questo metodo è il superamento del concetto basilare di "costo storico" ¹⁶, perché in ogni momento della vita aziendale si possono determinare scostamenti (anche rilevanti) dal valore iscritto a bilancio. Le attività vengono quindi valutate nel momento in cui la si osserva per l'importo di denaro che dovrebbe essere pagato se la stessa attività (o equivalente) fosse acquisita oggi ovvero al presunto valore di realizzo in caso di sua dismissione; analogamente le passività vengono valutate per l'importo di denaro necessario per estinguere l'obbligazione al momento attuale ovvero al presunto valore di estinzione, che normalmente coincide con il suo valore nominale.

Il patrimonio netto rettificato è quindi, in sostanza, l'equivalente delle risorse che si dovrebbero investire per poter disporre di un analogo complesso di beni che formano il valore attribuibile dell'azienda oggetto di valutazione.

Il metodo patrimoniale è molto diffuso nella realtà italiana per ragioni prevalentemente storiche: le piccole e medie imprese italiane prediligono i finanziamenti bancari (che necessitano di garanzie patrimoniali) rispetto al mercato azionario che vede di fatto una diluizione delle quote possedute dalla proprietà. Come riporta Bankitalia, infatti, per quanto concerne le imprese minori, la quota di prestiti

_

¹⁶ Pozzoli S., Valutazione d'azienda tecniche operative di misurazione del valore, IV edizione, 2013, IPSOA, p. 77

assistiti da garanzie personali o comunque reali è salita di oltre 6 punti percentuali dal 2012, attestandosi al 78%. ¹⁷

Il metodo patrimoniale è prevalentemente utilizzato in:

- Gruppi editoriali;
- Aziende di gestione immobiliare;
- Holding pure;
- Revocatorie Fallimentari.

È un metodo adatto ad aziende con forte patrimonializzazione, dotate quindi di ingenti attività immobilizzate (avrebbe scarso significato ad esempio la stima del valore di una società a gestione immobiliare ricavato dalla formula della rendita perpetua, cioè attraverso l'uso di una valutazione reddituale). È probabilmente il metodo di più facile applicazione, ma è comunque in grado di offrire congrui risultati.

Una parte della dottrina ritiene tuttavia che l'approccio patrimoniale non possa annoverarsi tra i vari metodi di valutazione perché produce solo un'informazione patrimoniale utile alla stima del valore aziendale, ma trascuri completamente le leve essenziali del valore (c.d. Intangibles), e inoltre ignori completamente la capacità reddituale dell'azienda e le sue prospettive future¹⁸.

I limiti principali del metodo patrimoniale sono riconducibili al fatto che per determinare il valore dell'azienda si basa su un mero saldo algebrico tra attività e passività, e, quindi, seppur espressi a valori correnti, su dati storico – contabili. La capacità dell'impresa di generare reddito futuro è posta in secondo piano e non eccede comunque il valore di liquidazione, valore che rappresenta la grandezza minima del capitale aziendale.

Un'altra grave problematicità è determinata dalla valutazione dei cosiddetti beni immateriali (intangibles) come riporta Zanda: "(...) Se si valutasse il valore economico di un'azienda utilizzando unicamente il metodo patrimoniale semplice, verrebbero ignorati tutti quegli elementi che rappresentano il vero motivo del successo dell'impresa: gli intangibles."¹⁹

Gli intangibles sono appunto tutti quegli asset intangibili di carattere non contabile (e che quindi generalmente non trovano rappresentazione nel bilancio) che creano valore aziendale.

L'Aleatorietà insita nella stima del valore aziendale, che in prima analisi si ritiene superata con l'applicazione del suddetto metodo, è invece posta in secondo piano e calcolata solamente nel "metodo patrimoniale complesso". È quindi auspicabile che, ai fini di una corretta valutazione, siano applicati più metodi di valutazione.

¹⁷ Banca d'Italia, relazione annuale 2018

¹⁸ Balducci D., La valutazione d'azienda, IX edizione, 2006, Edizioni Fag, p. 99

¹⁹ Zanda G., Lacchini M., Onesti T., La valutazione delle aziende, G. Giappichelli Editore, Torino, 2001, pp. 171-172

Il metodo patrimoniale semplice può essere riassunto con l'ausilio di una semplice formula matematica²⁰:

$$V = P_n + (R_t - I)$$

Dove:

V = Valore dell'azienda

P_n = Patrimonio netto contabile

 R_t = Rettifiche del patrimonio netto contabile

I = Effetto fiscale delle rettifiche

Per effettuare le rettifiche si utilizzano questi criteri:

<u>BENI</u>	CRITERI DI VALUTAZIONE
Beni destinati alla vendita	Valore di mercato
Magazzino	Costo medio di vendita (depurato dagli oneri di
	commercializzazione)
Beni strumentali	Costo di ricostruzione a nuovo
Crediti e debiti	Valore di realizzo o estinzione
Partecipazioni	PN (valutazione quale parte integrante del PN
	della controllante)

Una volta effettuate le rettifiche a valore di mercato emergeranno delle plus/minusvalenze che dovranno essere tassate seppur in modo figurativo. Per la normativa fiscale vigente infatti sono imposte "differite" e "potenziali" e nel calcolo bisognerà tener in considerazione di fattori contingenti quali: modifica di aliquote, possibilità di deduzioni ecc. Bianchi²¹, in particolar modo, sottolinea come "(...) le plus/minusvalenze rilevate non possano essere prese in considerazione per l'intero ammontare" e non si può quindi effettuare una semplice somma algebrica al patrimonio netto risultante dal bilancio e inoltre "(...) poiché l'imposta verrà sostenuta in un futuro non determinabile, bisognerà tener conto non solo dell'attualizzazione del carico fiscale, ma anche della possibilità che

• •

²⁰ Fusa E., Guatri G., La valutazione del capitale economico delle aziende, Il Sole 24 Ore, Milano, 1999, p. 6

²¹ Bianchi G., *Il bilancio delle società. Principi di redazione e guida alla lettura.*, Assago, Wolters Kluwer Italia, p. 1, 2008

nel frattempo possano intervenire norme agevolative volte a ridurre l'imposta effettiva" per queste ragioni si utilizzano, in genere, aliquote d'imposta tra il 40% e il 60% dell'aliquota piena.

Il metodo patrimoniale complesso include dunque anche i beni immateriali. In formula²²:

$$V = P_n + (R_t - I) + B$$

dove

V = Valore dell'azienda

 P_n = Patrimonio netto contabile

 R_t = Rettifiche del patrimonio netto contabile

I = Effetto fiscale delle rettifiche

B = Valore dei beni immateriali

L'art. 2424 c.c. riguardo le immobilizzazioni immateriali prevede che siano iscritte nell'attivo dello stato patrimoniale (voce BI) ed elenca le seguenti voci:

- Costi di impianto e di ampliamento;
- Costi di sviluppo;
- Diritti di brevetto industriale e di utilizzazione delle opere dell'ingegno;
- Concessioni, licenze, marchi e diritti simili;
- Avviamento;
- Immobilizzazioni in corso e acconti;
- Altre immobilizzazioni.

Secondo l'Organismo Italiano di Contabilità²³ un bene immateriale al fine di essere raffigurato in bilancio (e quindi essere oggetto di stima nell'ambito dell'applicazione del metodo) deve avere le seguenti caratteristiche:

- Originare utilità pluriennale;
- Essere trasferibile;
- Il valore può essere misurato in modo attendibile.

Possono tuttavia esserci dei beni intangibili che non trovano rappresentazione nel bilancio d'esercizio, ad esempio perché ottenuti internamente, o perché già ammortizzati ma ancora in grado di produrre

²² Fusa E., Guatri G., La valutazione del capitale economico delle aziende, Il Sole 24 Ore, Milano, 1999, p. 7

²³ https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2019-01-OIC-24-Immobilizzazioni-immateriali.pdf

utilità (è il caso dei brevetti, marchi ecc.). Una volta definita la totalità dei beni da considerare dovranno comunque essere espressi al loro valore corrente²⁴.

Brescia e Muraca²⁵ hanno descritto i vari modi di valutazione dei principali beni immateriali, che qui riassumiamo brevemente:

BENI	MODI DI VALUTAZIONE	
Brevetti	A prezzi di mercato oppure facendo una stima	
	dei costi futuri risparmiati	
Costi di R&S	Sono oggetto di capitalizzazione e ad	
	ammortamento	
Capitale Umano	Pur nella sua complessità, il metodo più	
	utilizzato è quello del "costo indiretto di	
	rimpiazzo"	
Immagine aziendale	Stima autonoma	

Permane invece la difficoltà, come sottolinea Balducci²⁶, di stimare le valorizzazioni immateriali legate alla "personalità" del lavoratore: è il tipico caso dell'azienda di piccole/medie dimensioni in cui una quota (anche) significativa del valore è attribuibile alle capacità/personalità dell'imprenditore.

1.4 I metodi finanziari

Il metodo finanziario, la cui diffusione è maggiore soprattutto nei paesi Anglosassoni, è un criterio di stima del valore dell'azienda sulla capacità futura di generare flussi di liquidità.

Il valore dell'azienda, quindi, si basa sulla capacità della stessa di conseguire risultati positivi in grado di remunerare tutti i fattori produttivi impiegati. In particolar modo, se ci basiamo sul mero calcolo del cash flow a disposizione degli azionisti (e attualizziamo quindi il solo equity) stiamo procedendo ad un'analisi a livello equity (levered), se invece si opta per un approccio asset side (unlevered) considereremo, in questo caso, tutti i flussi di cassa disponibili per i vari stakeholder (e quindi non solo gli azionisti) e attualizzeremo ad un tasso che generalmente riflette il costo medio del capitale ponderato.

²⁴ Guatri L., Bini M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2005

²⁵ Brescia G., Muraca F., Le perizie di stima delle aziende. Guida operativa alla perizia di valutazione ed alle attestazioni del professionista, VI edizione, Maggiorelli editore, 2013, pp. 221-222

²⁶ Balducci D., La valutazione d'azienda, IX edizione, 2006, Edizioni Fag, p. 103

Possiamo suddividere il metodo in due filoni principali: il metodo finanziario sintetico e il metodo finanziario analitico.

Il metodo finanziario sintetico è basato su un processo di capitalizzazione che considera la durata della vita aziendale illimitata. È a sua volta suddiviso in due diverse metodologie:

• Il metodo del flusso perpetuo (perpetual flow method) il quale ipotizza che l'azienda abbia raggiunto la fase di maturità, e che quindi il valore sia dato da:

Approccio equity side

Approccio asset side

$$W = \frac{FCFE}{Ke} \qquad W = \frac{FCFO}{WACC} - PFN$$

Dove FCFE (Free Cash Flow to Equity) è il flusso di cassa disponibile per gli azionisti, che viene capitalizzato al costo del capitale proprio (Ke); il FCFO (Free Cash Flow from Operations) è il flusso di cassa operativo che viene capitalizzato al costo medio ponderato del capitale WACC (Weighted Average Cost of Capital) a cui dovrà essere sottratta la posizione finanziaria netta dell'azienda (PFN). Il punto di debolezza di questo metodo è rappresentato dal fatto che ignora completamente il fenomeno inflattivo e quindi i flussi di cassa nominali possono risultare comunque stabili (o in crescita) quando in realtà i flussi reali sono in diminuzione.

Per ovviare questo problema esiste il:

• Metodo di Gordon (o anche detto Perpetual growh rate method – metodo del tasso di crescita perpetuo) che ipotizza una situazione di crescita per l'azienda, in formule:

Approccio equity side

 $W = \frac{FCFE}{Ke - a}$

Approccio asset side

$$W = \frac{FCFO}{WACC - g} - PFN$$

In questo caso sia l'FCFE che l'FCFO sono riferiti all'anno prossimo venturo e si ottengono moltiplicando il flusso dell'anno corrente per (1+g) dove "g" rappresenta il tasso di crescita perpetuo che sarà dato dal tasso di inflazione atteso (se prevista uguale a 0) oppure superiore nel caso essa sia positiva.

Il metodo finanziario analitico riguarda invece i processi di attualizzazione e assume due diverse configurazioni: a uno stadio oppure a due stadi. Nel primo caso l'orizzonte temporale della vita aziendale è limitato ma non viene considerato il valore di liquidazione (c.d. terminal value), nel secondo caso, peraltro simile al già menzionato metodo reddituale complesso, il valore aziendale è costituito dalla somma di due componenti: una relativa alle previsioni analitiche e l'altra riferita al terminal value.

In formule:

Approccio equity side

$$W = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCFE_t}{(1+Ke)^t}$$

Approccio asset side

$$W = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} - PFN$$

Per quanto riguarda invece il metodo finanziario analitico a due stadi avremo:

Approccio equity side

Approccio asset side

$$W = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCFE_{t}}{(1+Ke)^{t}} + \frac{TV}{(1+Ke)^{n}}$$

$$W = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^n} - PFN$$

A cui dobbiamo aggiungere appunto il terminal value:

Approccio equity side

Approccio asset side

$$TV = \frac{FCFE_{n+1}}{Ke - g}$$

$$TV = \frac{FCFO_{n+1}}{WACC - g}$$

Sia FCFE che FCFO si ottengono moltiplicando il flusso per (1+g). Per quanto riguarda il tasso di crescita vale quanto detto sopra.

Il terminal value è dato dal valore di liquidazione nel caso si ipotizzi che l'orizzonte di vita sia limitato, e in particolar modo in caso di approccio levered sarà la differenza tra attività e passività (le prime espresse al loro valore di realizzo mentre le seconde al loro valore di estinzione), invece, nel caso unlevered, il terminal value sarà uguale al solo attivo.

Il punto focale del metodo finanziario è rappresentato dai flussi finanziari, e in particolare:

- 1) Dalla loro dimensione;
- 2) Dalla loro distribuzione temporale;
- 3) Dal tasso di valutazione da applicare nell'attualizzarli.

La ricostruzione dei flussi avviene, sia per l'approccio equity side che asset side, partendo dal risultato operativo, il quale essendo una grandezza di tipo reddituale andrà depurato da tutte le componenti non monetarie in esso presenti.

Approccio equity side	Approccio asset side	
Risultato operativo	Risultato operativo	
(+) Ammortamenti	(-) Imposte pro – forma	
(±) Variazione fondi	NOPLAT	
Flusso monetario operativo lordo	(+) Ammortamenti	
(±) Variazione del CCNO	(±) Variazione fondi	
Flusso monetario operativo netto	Flusso monetario operativo lordo	
(-) Investimenti netti in capitale fisso	(±) Variazione CCNO	
Flusso monetario operativo lordo d'imposta	Flusso monetario operativo netto	
(-) Oneri finanziari netti	(-) Investimenti netti in capitale fisso	
(\pm) Variazione della posizione finanziaria netta	Flusso monetario operativo disponibile (FCFO)	
(-) Imposte sul reddito d'esercizio		
Elusso moneterio netto per ali azionisti (ECEE)	<u></u>	

Flusso monetario netto per gli azionisti (FCFE)

Tabella 1.0. Stima dei flussi di cassa Fonte: Gonnella E., (2009) op. cit.

E quindi toglieremo la variazione del CCNO, gli investimenti netti in capitale fisso (CAPEX) e, nell'eventualità di un approccio equity side, gli oneri finanziari netti e la variazione della posizione finanziaria netta.

Con riguardo all'orizzonte temporale e al tasso d'interesse di riferimento si rimanda a quanto già detto nel metodo reddituale. L'unica differenza fondamentale è insita nel tasso d'interesse in quanto, come riporta Balducci²⁷, il premio per il rischio dev'essere maggiore in quanto il suddetto metodo si riferisce ad una sola parte del reddito (ovvero quello espresso in forma monetaria).

La stima dei flussi (e delle determinanti – chiave del valore), il relativo tasso di attualizzazione e l'orizzonte temporale preso a riferimento sono tutte operazioni caratterizzate dalla massima incertezza, che può essere tuttavia ridotta apportando all'analisi due correttivi:

 Aumentare il tasso d'interesse preso a riferimento, e, in particolare, aumentare il premio per il rischio;

²⁷ Balducci D., La valutazione d'azienda, IX edizione, 2006, Edizioni Fag, p. 251

 Rettificare direttamente il valore dei flussi proporzionalmente al margine di incertezza loro riconosciuto.

Il metodo finanziario, essendo un metodo si focalizza sulle componenti monetarie dell'azienda, non è applicabile ad aziende dove i flussi monetari sono inesistenti o comunque irrilevanti (è ad esempio il caso delle società immobiliari), ma anche a tutte quelle aziende con flussi di cassa negativi come le start – up oppure in crisi finanziaria.

È utilizzato principalmente dalle aziende che presentano una importante dinamica finanziaria:

- Aziende commerciali (in particolar modo la G.D.O.);
- Aziende al dettaglio;
- Aziende di servizi:
- Società finanziarie:
- Società di leasing.

È considerato un'evoluzione del metodo reddituale in quanto sostituisce il criterio della "competenza economica" con quello della "competenza finanziaria", eliminando quindi gli effetti contabili inerenti al criterio della competenza economica insiti nelle componenti reddituali.

Sebbene sia considerato dalla dottrina come il metodo più rigoroso e avanzato²⁸ la sua applicabilità è ristretta per due motivi principali:

- È un metodo con un alto tasso di soggettività in quanto si basa fondamentalmente su dati previsionali scelti dal valutatore che, quindi, ne riducono l'attendibilità prestandosi a facili manipolazioni: se non correttamente utilizzato può consentire al valutatore il pervenire di qualsiasi risultato;
- 2. La qualità dei risultati ne risente nell'eventualità in cui l'impresa abbia capacità produttiva inespressa e dalla difficoltà di stimare alcune variabili aziendali: l'evoluzione dei flussi di cassa futuri dipende in gran parte da precise scelte manageriali o politiche aziendali, che al momento della valutazione possono essere spesso imprevedibili da quantificare.

Per contro è un valido metodo nella valutazione del singolo investimento aziendale, in quanto l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi è molto meno aleatoria di altre metodologie e, inoltre un valido metodo riscontro.

-

²⁸ Balducci D., La valutazione d'azienda, IX edizione, 2006, Edizioni Fag, p. 256

1.5 Il metodo dei multipli

Il metodo dei multipli – conosciuto anche come metodo dei moltiplicatori di mercato – è un metodo di valutazione relativo che fonda la sua analisi sulla stima del valore aziendale basandosi su alcuni parametri significativi dell'azienda da valutare con l'analisi di grandezze derivate da altre aziende. È un metodo che ha conosciuto una relativa fama nel periodo antecedente lo scoppio della "bolla delle dot-com" nei primi anni 2000, quando a seguito del crollo del mercato azionario, sì capii che era diventata una sorta di profezia autoavverante, per cui più aumentavano i multipli di un dato settore più gli investitori si convincevano della bontà dell'andamento delle stesse²⁹; ma è tutt'ora molto usato come metodo valutativo a sé stante (specie presso le banche d'affari per la chiarezza espositiva e l'immediatezza della valutazione) ovvero come metodo di controllo rispetto agli altri metodi di valutazione³⁰.

Il metodo sopraesposto esprime quindi una valutazione che non porta ad un valore assoluto, ma ad una "valutazione relativa", o meglio ad un'indicazione di valore rispetto ad altre aziende confrontabili ed omogenee, la quale è tuttavia significativamente condizionata dal mercato in cui opera l'azienda. L'obiettivo di questa valutazione si riduce quindi ad una mera stima del valore aziendale in funzione dei valori correnti che il mercato assegna ad attività similari, non esprimendo né valori di capitale economico né valori prospettici, ma solamente "indicazioni di valore" rispetto ai competitor³¹. Il valore aziendale si ottiene quindi tramite l'applicazione del multiplo scelto (sia esso relativo ad una grandezza economico, finanziaria o patrimoniale) alla corrispondente grandezza (denominatore del multiplo) dell'azienda oggetto di valutazione.

L'ipotesi di fondo di tale metodo è data dal fatto che esista una correlazione tra valore dell'azienda e il suo prezzo effettivo in Borsa, ne consegue che la validità della stima è direttamente correlata al grado di efficienza (e dall'andamento storico dei prezzi) dei mercati finanziari in cui l'azienda è quotata: se infatti un determinato settore risulta sopravvalutato nel mercato si potrebbe concludere che l'azienda in questione sia sottovalutata e viceversa, da qui la necessità di porre attenzione alla volatilità del mercato (consultando ad esempio lo storico dei prezzi) al fine di "depurare" la valutazione dal "sentiment" di mercato e dal trend in essere, che possono influenzare le potenzialità effettive dell'azienda in oggetto; l'utilizzo di un metodo assoluto come comparazione³² può essere una valida opzione di conferma.

²⁹http://didattica.unibocconi.it/mypage/dwload.php?nomefile=ARTICOLO_IPO_PER_VALUTAZIONE_DELLE_AZI ENDE MARZO 20122012102011531820130523133556.PDF

³⁰ Damodaran A., Valutazione delle aziende, Apogeo, Milano, 2002, pp. 215 e ss.

³¹ Guatri L., Bini M., nuovo trattato sulle valutazioni delle aziende, Università Bocconi, Milano, 2005, pp. 633 e ss.

³² Damodaran A., The Dark Side of Valuation: Firms with No Earnings, No History and No Comparables, NYU Working Paper, 2000

Balducci³³ evidenzia quattro caratteristiche necessarie al fine di ottenere una valutazione relativamente affidabile, che sono:

- Range di prezzo: eventuali scostamenti di prezzo avvengono sempre all'interno di un range già determinato e giudicato ragionevole;
- Volatilità: un'eccessiva volatilità dell'azienda (o del settore di appartenenza) rispetto allo storico dei prezzi non esprime significatività di valori;
- Ordinabilità: una volta depurato il prezzo dagli umori di mercato, i multipli risulteranno tanto più elevati quanto maggiori sono le prospettive di creazione di valore future;
- Validabilità: la possibilità, tramite l'utilizzo di opportuni aggiustamenti, di eliminare gli elementi di distorsione e scostamento dei prezzi.

I multipli e i relativi coefficienti moltiplicatori, nell'ambito applicativo, prendono a riferimento determinati parametri che vengono poi rapportati ad una misura di performance realizzata dall'azienda in un determinato periodo (solitamente i più utilizzati sono: l'utile netto, il reddito operativo, l'ebit/ebitda, i flussi di cassa, i ricavi, ecc...); fungono, pertanto, da semplici indicatori utilizzabili in un determinato settore.

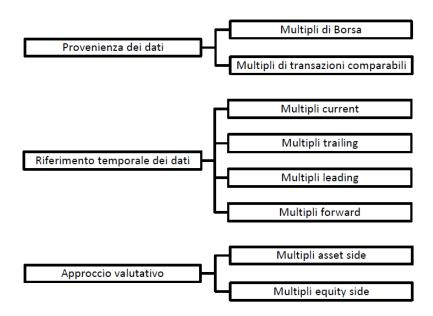
È inoltre possibile suddividere i multipli in "fondamentali" che sono quelli di più facile adattamento, e multipli "derivati", in quanto rettificati per indicare valore di aziende eterogenee.

Gonnella³⁴propone un breve riepilogo delle varie tipologie di multipli:

-

³³ Balducci D., La valutazione d'azienda, IX edizione, 2006, Edizioni Fag, p. 378

³⁴ Gonnella E., Logiche e metodologie di valutazione d'azienda. Valutazioni stand alone, 2009, Pisa, Edizioni Plus



Riguardo il criterio della provenienza dei dati abbiamo, come numeratore del rapporto, due possibili tipologie di multipli: i multipli di borsa (stock market multiples) e i multipli di transazioni comparabili (deal multiples); la differenza concerne la provenienza dei multipli, se ricavati da mercati regolamentati ovvero da transazioni private.

Per entrambe le tipologie di multipli è utile, al fine del calcolo, procedere attraverso procedere attraverso una scaletta:

- Individuazione di aziende similari/comparabili;
- Estrapolazione dei dati dal bilancio;
- Confronto delle caratteristiche e di eventuali particolarità delle aziende scelte;
- Scelta dei moltiplicatori
- Applicazione del metodo

I multipli di borsa sono il metodo di più facile applicazione, in quanto la valutazione aziendale si concentra nell'osservare direttamente i prezzi di borsa del mercato, a prescindere quindi da stime di flussi, di redditi, dalle poste patrimoniali e dagli altri dati "interni" dell'azienda da valutare.

L'osservazione dei prezzi può avvenire in due modi:

- Osservazione delle quotazioni di borsa sul mercato secondario;
- Nel reperimento di dati (solitamente attraverso apposite piattaforme) relativi ai prezzi di società emerse nelle varie operazioni di finanza straordinaria (acquisizioni, cessioni...).

Il multiplo di borsa, per essere applicato, richiede che le aziende oggetto di valutazione rientrino nello stesso settore di rischio ed una stima similare dei tassi di crescita attesi. Emblematico, ad esempio, è

il caso Tesla³⁵, per cui, nonostante sia un'azienda che produce automobili, il mercato la valuta come azienda tecnologica, e sarebbe pertanto errato paragonare i multipli di Tesla con quelli di qualche altra azienda "classica" produttrice di automobili.

Nell'applicazione del metodo vengono solitamente usate delle ipotesi semplificatrici, tra le più comuni abbiamo:

- L'assenza di politiche di bilancio;
- L'assenza di eventuali componenti straordinari di reddito;
- L'assenza di azionisti di minoranza;
- L'assenza di perdite pregresse (che siano fiscalmente utilizzabili);
- Uguaglianza sul piano fiscale.

L'approccio alle transazioni comparabili stima, come già detto, il valore di un'azienda confrontandolo direttamente con operazioni di finanza straordinaria già avvenute (siano esse fusioni, scambi di partecipazioni, scissioni ecc...).

In maniera analoga ai multipli di borsa, si scelgono quindi un campione di aziende omogenee negli aspetti essenziali (ovviamente bisognerà prima di tutto selezionare le transazioni e, in base a queste, scegliere poi aziende confrontabili), ed in seguito applicare i moltiplicatori al fine di trovare il valore espresso dall'azienda.

Per quanto riguarda i multipli da transazioni comparabili, essi si riferiscono, solitamente, a trasferimenti dell'intero capitale aziendale, o comunque a quote di controllo di quest'ultimo. Per avere una comparazione attendibile bisogna utilizzare un campione di aziende omogenee con alcuni, fondamentali, punti in comune, che sono:

- L'appartenenza al medesimo settore merceologico;
- La dimensione dell'azienda:
- La localizzazione dell'attività;
- I rischi finanziari e operativi;
- Lo storico dell'andamento aziendale e dei mercati di riferimento;
- Le prospettive di crescita dell'azienda e del mercato di riferimento;
- La diversificazione geografica/di prodotto;
- L'articolazione dell'attività;
- Il tipo di clientela a cui fa riferimento;
- L'innovazione aziendale e del mercato di riferimento;
- Il modello di governance;

_

³⁵ https://www.cnbc.com/2020/02/04/cramer-sees-tesla-shares-worth-twice-combined-market-value-of-gm-ford.html

- La struttura finanziaria/fiscale;
- Ecc.

Inoltre, la maggior aleatorietà insita nelle transizioni private, fa sì che, quando si utilizza questo metodo, siano necessarie quattro ulteriori cautele³⁶:

- 1. I prezzi che si trovano non sono necessariamente prezzi di mercato in quanto, i loro multipli, sono subordinati a condizioni soggettive tra l'acquirente e il venditore (presenza di effetti sinergici, interessi particolari ecc...);
- 2. Eventuali differenze di prezzo possono derivare dall'eterogeneità degli assets trasferiti: tanto più è esteso il perimetro aziendale tanto meno correlato sarà il prezzo rispetto ai core assets trasferiti;
- 3. Il prezzo concordato può essere, alle volte, regolato tramite azioni dell'acquirente: quindi bisogna considerare la presenza di un maggior rischio che grava sul venditore;
- 4. Il prezzo della transazione può essere un prezzo "a termine", e cioè subordinato al raggiungimento di determinati risultati da raggiungere in futuro.

Con riguardo al lasso temporale, la scelta dei multipli viene attuata tra:

- 1. Multipli current: si ottengono confrontando i prezzi correnti di borsa con i risultati desumibili dall'ultimo bilancio d'esercizio;
- 2. Multipli trailing: si ottengono confrontando i prezzi correnti di borsa con i risultati riferibili ai dodici mesi precedenti la data di riferimento della valutazione;
- 3. Multipli leading: si ottengono confrontando i prezzi correnti di borsa con i risultati attesi per il corrente/futuro esercizio o con una media dei risultati attesi per i prossimi due/tre esercizi;
- 4. Multipli forward: sono focalizzati su un lasso temporale futuro (solitamente 8/10 anni), il rapporto in questione andrà poi applicato a una quantità aziendale di performance attesa a quello stesso periodo, sono solitamente utilizzati per la stima del terminal value.

In genere gli analisti fondano le loro analisi basandosi su dati storici e prospettici (utilizzano cioè i multipli trailing e leading allo stesso tempo) utilizzandoli poi con la formula della media semplice/ponderata.³⁷

L'ultima discriminante è costituita dall'approccio valutativo, il quale è composto da due grandi macroclassi: i multipli asset side e i multipli equity side.

³⁶ Guatri L., Bini M., nuovo trattato sulle valutazioni delle aziende, 2005, Università Bocconi, Milano

³⁷ Gonnella E., Logiche e metodologie di valutazione d'azienda. Valutazioni stand alone, 2009, Pisa, Edizioni Plus

Il multiplo più utilizzato e conosciuto, tra i multipli equity side, è il multiplo Price/Earnings, che si ottiene mettendo a rapporto il prezzo dell'azione con il relativo utile netto. In formula:

$$W = \left(\frac{P}{E}\right)_C * E$$

Dove:

W = Valore azienda

 $(P/E)_C$ = multiplo di un campione di aziende comparabili

E = gli utili dell'azienda oggetto di valutazione

Punto debole di questo multiplo è l'utilizzo dell'utile (inteso come ultima voce del conto economico) che risente dei principi contabili che sono stati adottati nella redazione del bilancio d'esercizio; inoltre, non dobbiamo dimenticare il livello di indebitamento e il sistema di tassazione: aspetti che si dovranno tenere in conto quando bisognerà selezionare aziende comparabili di Paesi differenti, o che comunque hanno un altro livello di indebitamento.

Il multiplo Price/Cash Flow si ottiene invece mettendo a rapporto il prezzo di una determinata azione al suo cash flow, oppure, più generalmente, la capitalizzazione di borsa dell'azienda con il cash flow complessivo.

In formule:

$$W = \left(\frac{P}{CF}\right)_C * CF$$

Dove:

W= valore dell'azienda (equity side)

(P/E)_C = multiplo Price/Cash Flow medio di un campione di aziende

CF = cash flow dell'azienda

La focalizzazione sul cash flow lo rende inadatto alla valutazione delle aziende in fase di "start – up" (nei primi esercizi generalmente il cash flow è negativo) e inoltre può portare alla sopravvalutazione di aziende che generano alti flussi di cassa a fronte di una ridotta redditività.

Un altro multiplo diffuso è il Price/Book Value che si ottiene dal rapporto tra la quotazione di Borsa e il valore di libro contabile. La particolarità di questo multiplo è data da una presupposta relazione diretta che c'è tra valore e il capitale netto dell'azienda, e quindi è particolarmente adatto ad aziende a forte patrimonializzazione (come aziende di gestione immobiliare).

In formula:

$$W = \left(\frac{P}{BV}\right)_c x BV$$

Dove:

W= valore dell'azienda (equity side)

(P/BV)_C = multiplo Price/Book Value (di un campione di aziende comparabili)

BV = Capitale netto dell'azienda

I multipli asset side differiscono dall'utilizzo, al numeratore, dell'Enterprise Value anziché del Price: risulta quindi necessario determinare l'Enterprise Value che sarà dato dalla capitalizzazione di borsa meno la posizione finanziaria netta.

Il multiplo EV/EBIT è dato dal rapporto tra il valore economico del capitale investito e l'EBIT. In formula:

$$W = \left(\frac{EV}{EBIT}\right)_C x EBIT - PFN$$

Dove:

W= valore dell'azienda

(EV/EBIT)_C = multiplo Enterprise Value/EBIT (di un campione di aziende comparabili)

EBIT = Risultato operativo

PFN = Posizione finanziaria netta

Il multiplo EV/EBIT risente tuttavia dei principi contabili adottati: il risultato operativo è infatti influenzato da ammortamenti, svalutazioni ecc...

Per questo motivo è meglio utilizzare il multiplo EV/EBITDA che, come il precedente, non risente di eventuali sistemi diversi di tassazione né della diversa struttura finanziaria delle aziende, ma è appunto meno influenzato dalle valutazioni di bilancio.

In formula:

$$W = \left(\frac{EV}{EBITDA}\right)_c x EBITDA - PFN$$

Dove:

W= valore dell'azienda

(EV/EBITDA)_C = multiplo Enterprise Value/EBITDA (di un campione di aziende comparabili)

EBITDA = Margine operativo lordo

PFN = Posizione finanziaria netta

L'ultimo multiplo che esamineremo è il multiplo Enterprise Value/Sales che prende in considerazione il fatturato (sales) dell'azienda. In formula:

$$W = \left(\frac{EV}{Sales}\right)_{c} x Sales - PFN$$

Dove:

W= valore dell'azienda

(EV/Sales)_C = multiplo Enterprise Value/Sales (di un campione di aziende comparabili)

SALES = Fatturato

PFN = Posizione finanziaria netta

Il multiplo EV/Sales, prendendo in considerazione il fatturato, non risente delle politiche contabili adottate, dei diversi sistemi di tassazione e delle differenti strutture finanziarie; può inoltre essere applicato anche ad aziende con margini negativi.

L'aspetto negativo concerne il fatto che trascura del tutto la redditività aziendale e, per questo, alle volte, il multiplo può determinare un'errata valutazione.

Se a primo impatto la valutazione d'azienda con il metodo dei multipli può sembrare semplice, la realtà è ben differente, e si sostanzia fondamentalmente in un'attività alquanto complessa.

Innanzitutto, l'analista deve trovare un gruppo di società simili su cui fare la comparazione: il procedimento comincia con la ricerca di aziende similari nello stesso settore d'appartenenza e

operanti nel medesimo Paese. Alle volte, tuttavia, ciò non è possibile in quanto possono non esserci sufficienti competitor nell'ambito nazionale (è il caso di telecomunicazioni, automobili, media ecc.) oppure (è il caso dei monopolisti) è difficile trovarne proprio nel settore d'appartenenza, e quindi sarà necessario guardare fuori dai confini nazionali nel primo caso, e in settori simili nel secondo.

Essenziale, una volta determinato il campione, sarà verificarne l'affinità con l'azienda sia da un punto di vista quantitativo (dati economico/finanziari) che da un punto di vista qualitativo (posizionamento competitivo, il business model). Nel caso si proceda con un campione internazionale è bene focalizzarsi su società presenti in mercati finanziariamente evoluti e con elevati livelli di liquidità, senza dimenticare di considerare eventuali politiche di bilancio e fiscali differenti.

La guida alla valutazione di Borsa Italiana³⁸ riassume le varie alternative possibili per determinare il campione:

Confronto	Mercato di quotazione	Parametri quantitativi	Parametri qualitativi	
Infrasettoriale	Nazionale	 RoCE, livello e crescita dei margini operativi, turnover Fatturato (dimensione, crescita e composizione) Attivo (dimensione e composizione) Struttura finanziaria 	Posizionamento competitivoTrack record innovazioniBusiness model	
	Internazionale	 Parametri del confronto nazionale Necessità di depurare i dati dagli effetti dovut e trattamento fiscale 	ti a differenti politiche di bilancio	
Intersettoriale	Nazionale e Internazionale	Business modelValue driver		

In seguito, bisognerà scegliere quali multipli applicare, tenendo presente che: EV/ EBIT, EV/EBITDA e EV/Sales sono generalmente applicati ad aziende industriali; P/BV è indicato soprattutto per quanto riguarda la stima di banche, compagnie assicurative e società di gestione immobiliare; EV/Sales viene utilizzato per le aziende di servizi³⁹.

Infine, prima di applicare i multipli, bisognerà sottoporli alle opportune rettifiche, che possono interessare il numeratore (si parla di multipli "adjusted") o il denominatore (multipli "clean") del rapporto. Nel primo caso le rettifiche possono interessare gli investimenti accessori, il PN di terzi, o le modalità di calcolo della posizione finanziaria netta; nel secondo, invece, riguarderanno ricavi e costi non operativi (o straordinari), oppure eventuali trattamenti fiscali particolari.

³⁸ Borsa Italiana, 2014, Guida alla valutazione

³⁹ Gonnella E., Logiche e metodologie di valutazione d'azienda. Valutazioni stand alone, 2009, Pisa, Edizioni Plus

Gli svantaggi del metodo riguardano, innanzitutto, la difficoltà nel trovare aziende omogenee e comparabili, ma anche – nel caso siano quotate - nella difficoltà di "depurarle" dal trend in atto nei mercati finanziari, e all'impossibilità di utilizzare i multipli nel caso in cui l'azienda in oggetto operi in settori di nicchia con un limitato numero di competitor.

1.6 I metodi misti

I metodi misti patrimoniali – reddituali, che sono stati a lungo tra i più utilizzati in Europa e in Italia, rappresentano una sintesi tra le due diverse metodologie, l'una basata sul patrimonio, l'altra sul reddito.

Tali metodi partono dai "punti deboli" del metodo patrimoniale e reddituale: nel primo caso infatti viene trascurata la redditività futura dell'azienda, mentre nel secondo si trascura la consistenza patrimoniale; l'utilizzo dei metodi misti prevede come fine il superamento di questi limiti individuali, cercando di esprimere il corretto valore dell'azienda in funzione del patrimonio e del reddito.

Ciò avviene con la rettifica del patrimonio netto a valori correnti (è ovviamente uguale al metodo patrimoniale), ma successivamente si stima la capacità dell'azienda di produrre redditi nel tempo, al fine di "correggere" il metodo patrimoniale.

Le caratteristiche peculiari del metodo, che si basa sul "principio della composizione", sono⁴⁰:

- Il garantire, allo stesso tempo, l'oggettività (e la verificabilità) del metodo patrimoniale con la razionalità dei flussi;
- Analizzare sia gli elementi tangibili che intangibili.

La logica del metodo si fonda essenzialmente sul "costo opportunità", e quindi il valore del capitale impiegato esprime un duplice significato: da un lato il valore economico delle risorse impiegate e, dall'altro, la stima attualizzata dei benefici che le risorse potranno generare in futuro se impiegate. L'ovvia premessa è che il valore dell'azienda sia positivo (e quindi in grado di generare reddito futuro), altrimenti se sono presenti (e perdurano) risultati negativi l'ovvia soluzione è la cessazione dell'attività con conseguente alienazione dei vari cespiti che compongono il capitale dell'azienda, rendendo infatti inutile il metodo analizzato.⁴¹

I metodi misti sono frequentemente utilizzati per le seguenti tipologie d'aziende:

- Aziende industriali;
- Aziende commerciali;
- Aziende di trasformazione;

33

⁴⁰ Pozzoli S., Valutazione d'azienda tecniche operative di misurazione del valore, IV edizione, 2013, IPSOA, p. 189

⁴¹ Guatri L., La valutazione delle aziende, Egea, 1990, Milano, p. 285

Aziende manifatturiere;

Aziende di servizi.

È anche sovente utilizzato per tutte quelle aziende con ingenti dotazioni patrimoniali a cui, temporaneamente, non corrisponde una "normale" capacità reddituale⁴²: è il caso, ad esempio, delle aziende alberghiere il cui fatturato è concentrato nei cosiddetti "periodi di alta stagione", e vi è quindi, per determinati periodi temporali, una capacità di reddito fortemente divergente rispetto alla norma.

I metodi misti riassumibili in tre metodologie:

Il metodo del valore medio:

- Il metodo della stima autonoma dell'avviamento (goodwill);

- Il metodo della rivalutazione controllata dei cespiti.

1.6.1 Il metodo del valore medio

Il metodo del valore medio esprime, appunto, la media aritmetica (o ponderata) dei dati patrimoniali e reddituali per pervenire ad una valutazione aziendale. Ciò avviene attribuendo uguale importanza, nella determinazione del valore, alla composizione patrimoniale e alla sua redditività futura. In formule:

$$V = \frac{1}{2}(K + \frac{R}{i})$$

Dove:

V = Valore dell'azienda

K = valore patrimoniale rettificato

R = reddito medio atteso

i = tasso di valutazione

La formula esprime, con l'utilizzo della media aritmetica, il valore dell'azienda attraverso l'uso del metodo patrimoniale e l'utilizzo della formula della rendita perpetua per il metodo reddituale. È tuttavia possibile modificare quest'ultima, ipotizzando una durata temporale limitata.

Con riguardo l'avviamento avremo che:

⁴² Cattaneo M., Principi di valutazione del capitale d'impresa, 1998, Milano, il Mulino, p. 79

$$A = \frac{1}{2} \left(\frac{R}{i} - K \right)$$

L'Avviamento, se positivo, è la mera differenza tra V (inteso come valore dell'azienda con il metodo reddituale) e il valore corrente del patrimonio, e viene calcolato per metà del suo reale valore a causa del metodo reddituale: se infatti otteniamo un sovrareddito aumenterà di conseguenza anche la concorrenza facendo abbassare il valore di R⁴³.

Come riportato da Pozzoli⁴⁴, vi sono diversi limiti individuabili nel metodo del "valore medio", in primis il fatto che l'approccio in questione è privo di razionalità sotto il profilo teorico: l'azienda, infatti, non potrebbe scindere il proprio valore (essendo unitario) ed è azzardato stimare quest'ultimo come "la metà del capitale netto rettificato e della sua relativa capacità reddituale".

Il valore aziendale, realisticamente, si colloca tra i limiti del metodo patrimoniale e l'attualizzazione del reddito prodotto, ma è praticamente impossibile che esso sia esattamente la metà. Esso assume attendibilità solamente nella remota ipotesi in cui i flussi reddituali siano distribuiti in maniera uniforme, e siano concentrati a metà di ogni periodo.

Una prima evoluzione del metodo è quella descritta nel "libretto dell'Unione Europea degli esperti contabili Economici e Finanziari⁴⁵" relativa alla stima autonoma dell'avviamento. In formule:

$$A = (R - Ki)a_{\overline{ni}}$$

dove:

V = Valore dell'azienda

A = Valore dell'avviamento

R = reddito medio atteso

i = tasso di valutazione

a¬= valore attuale di una rendita con durata definita

n = durata (in termini annuali) dell'avviamento

i = tasso di valutazione finanziario

E il valore dell'azienda sarà quindi:

⁴³ Cattaneo M., Principi di valutazione del capitale d'impresa, 1998, Milano, il Mulino, p. 81

⁴⁴ Pozzoli S., Valutazione d'azienda tecniche operative di misurazione del valore, IV edizione, 2013, IPSOA, p. 191

⁴⁵ UEC, Recommandations sur les procédures a suivre par les experts constables en materie d'évaluation d'entreprise, 1961

$$W = K + (R - Ki)\sigma_{ni}$$

Nell'eventualità in cui risulti difficile stimare la durata dell'avviamento, si utilizzerà semplicemente la formula della rendita con durata infinita:

$$A = K + \frac{(R - Ki)}{i}$$

Dove:

V = valore dell'azienda

A = valore dell'avviamento

K = valore del patrimonio rettificato

i = tasso di valutazione normale

i'= tasso di valutazione "finanziario" (dipende dalla rischiosità)

Sono tuttavia necessari alcuni accorgimenti: una durata indefinita dell'avviamento porta ad un risultato che è, ovviamente, inattendibile in quanto tutti i fattori che solitamente costituiscono l'avviamento aziendale (buon nome, professionalità, clientela ecc.) sono, prima o poi, destinati ad esaurirsi. Inoltre, per motivi di prudenza e attendibilità, è consigliabile stimare una durata prospettica del reddito entro un arco di tempo relativamente breve (solitamente 3/5 anni).

1.6.2 Il metodo della rivalutazione controllata dei cespiti

Il metodo della rivalutazione controllata dei cespiti è una variante del metodo della stima autonoma dell'avviamento precedentemente esposto. È essenzialmente applicato ad aziende del settore industriale o ad aziende da modesta redditività, in quanto esclude l'avviamento dal calcolo del valore aziendale, e suggerisce un'ulteriore rettifica del capitale netto in seguito all'emergere del badwill⁴⁶. In pratica, stante l'esiguità dei redditi prospettici attesi (e all'emersione del badwill), si preferisce evitare la rivalutazione del complesso aziendale, preferendo calcolare il costo di ricostruzione/sostituzione del bene (al netto dell'obsolescenza subita) e, successivamente, valutare la

⁴⁶ Brescia G., Muraca F., Le perizie di stima delle aziende. Guida operativa alla perizia di valutazione ed alle attestazioni del professionista, Maggioli Editore, 2012, p. 287

capacità aziendale di fare fronte ai maggiori ammortamenti presenti a seguito della rivalutazione, e alla capacità di remunerare adeguatamente i capitali investiti.

Nel caso non si verificassero le due condizioni sopracitate non si potrà accettare una rivalutazione piena dei cespiti (al netto del badwill), ma si dovrà accettare una rivalutazione "parziale", in proporzione cioè al rapporto tra reddito prospettico e la somma degli oneri legati alle immobilizzazioni già rettificate.

1.7 I metodi innovativi

1.7.1 L'economic value added (EVA)

Il metodo dell'Economic Value Added (EVA) nasce negli anni '80 per merito dell'economista americano Bennet Stewart che cercava un nuovo indicatore di performance complementare ai più noti ROI (Return On Investment) e ROE (Return On Equity) i quali, essendo calcolati su dati storici, non tengono in considerazione una prospettiva reddituale futura, e sono influenzati dalle regole fiscali/giuridiche volte alla redazione del bilancio d'esercizio.

L'obiettivo di questo metodo è quindi la misurazione del "surplus" prodotto da un'azienda nell'arco di un esercizio, che si ottiene moltiplicando la differenza fra rendimento e costo del capitale investito per il capitale totale⁴⁷.

In formula:

$$EVA = NOPAT - WACC * COIN$$

Dove:

- NOPAT = Risultato operativo al netto delle imposte;

- WACC = Costo medio ponderato del capitale investito;

- COIN = Capitale operativo investito netto.

In seguito, procedendo all'attualizzazione di tutti gli EVA, troveremo il c.d. Market Value Added (MVA) che rappresenta tutto il valore futuro che sarà in grado di creare l'azienda tramite il capitale investito. In formula:

⁴⁷ Damodaran A., Valutazione delle aziende, Apogeo, 2012, Milano, p. 366

$$\sum_{t=1}^{n} \frac{EVAt}{(1 + WACC)^{t}} = MVA$$

Il valore aziendale lo otterremo sommando MVA e COIN e deducendo i debiti finanziari. In formula:

$$W = COIN + MVA - F$$

L'EVA può essere considerato una variante del metodo misto, in quanto prende in considerazione la dinamica finanziaria (con il capitale operativo investito netto) e la dinamica economica (con il risultato operativo al netto delle imposte): la fusione di queste due dinamiche determinerà, appunto, l'EVA.

L'azienda sarà pertanto in grado di creare valore solamente se il rendimento del capitale operativo investito netto sarà maggiore del costo del capitale stesso, situazione che avremo nell'eventualità in cui NOPAT > (WACC x C). In caso l'EVA sia negativo non è detto che lo sia anche l'impresa, ma semplicemente il rendimento del capitale non è sufficiente, pertanto l'impresa deve decidere se⁴⁸:

- Scegliere nuovi progetti in grado di creare valore (e quindi di incrementare il reddito atteso);
- Diminuire l'impiego del capitale investito;
- Ridurre il costo del capitale scegliendo, ad esempio, business meno volatili.

Nel determinare il valore dell'EVA è opportuno procedere ad opportune rettifiche al fine di trovare il capitale "effettivamente" investito nella gestione operativa dell'azienda, come riassunto nella tabella seguente⁴⁹:

⁴⁹ https://www.misterfisco.it/wp-content/uploads/2014/01/creazione-valore-metodo-eva.pdf

⁴⁸ M. Buongiorno http://www.theseusconsulting.it/media/07 ros0714 1488477006 2.pdf

Tabella delle rettifiche:

Componenti da sommare al capitale investito contabile: (Riserve equivalenti a capitale proprio)	Componenti da sommare al reddito operativo al netto delle imposte effettivamente pagate: (Incremento nelle riserve equivalenti al capitale proprio)
Riserva per imposte differite; Riserva LIFO; Fondo ammortamento dell'avviamento;	Incremento della riserva imposte differite; Incremento riserva LIFO; Quota di ammortamento dell'avviamento;
Capitalizzazione delle immobilizzazioni immateriali nette (1); Altre riserve:	Incremento delle immobilizzazioni immateriali capitalizzate (nette); Incrementi di altre riserve
riserva rischi su crediti riserva per obsolescenza magazzino riserva per garanzie riserva per utili differiti riserve per spese future	*Inclement di aite fiserve
Perdite/utili straordinari cumulati (dopo le imposte); Ratei e risconti Capitale Investito Rettificato (CIR)	Perdite/utili straordinari, dopo le imposte; Aumento di altri accantonamenti; Net operating Profit After Taxes (NOPAT)
(1) I costi di ricerca e sviluppo sono da capitalizzare e successivamente da ammortizzare. Lo stesso vale per alcuni costi di marketing: sviluppo nuovi prodotti, costi per conquista iniziale di una quota di mercato	

Fonte: misterfisco.it/wp-content/uploads/2014/01/creazione-valore-metodo-eva.pdf

Problematicità nell'applicazione del metodo emergono nell'eventualità in cui i valori attuali dei singoli EVA non siano regolari, soprattutto nel caso di forte crescita degli investimenti: l'EVA, infatti, risulterà sottostimato perché il capitale investito cresce più che proporzionalmente al reddito operativo. Tali problematiche emergono anche nel caso opposto, cioè quello di aziende di gestione immobiliare (o comunque con alte dotazioni di capitale fisso), in cui il capitale operativo investito netto decresce con l'uso dei cespiti, ma il reddito operativo rimane costante: l'EVA sarà crescente a fronte della medesima capacità di creare valore dell'impresa.

Il metodo, ad ogni modo, risulta di facile applicazione e consente di valutare agevolmente le performance aziendali e gli obiettivi del management. È essenzialmente applicato alla valutazione di aziende finanziarie (banche, società assicurative ecc.), e di aziende con saggi di crescita sostenuti.

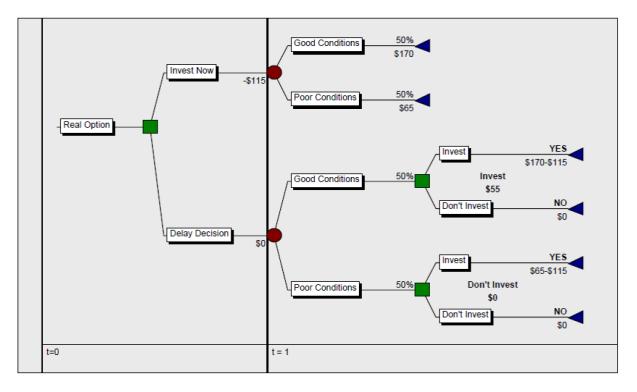
1.7.2 Il metodo delle opzioni reali

La "teoria delle opzioni reali" è una derivazione della "teoria delle opzioni finanziarie", sviluppate da Black e Scholes negli anni '70, che hanno ad oggetto, o più correttamente come "sottostante", gli investimenti reali dell'azienda.

È un metodo innovativo che permette di valutare un'azienda dinamica il cui management è orientato all'innovazione e a cercare nuovi percorsi di sviluppo a seconda dell'evoluzione del mercato e, infatti,

è usato principalmente nei settori tecnologicamente avanzati come le aziende della new economy, oppure in settori che necessitano di ingenti investimenti in immobilizzazioni immateriali o risorse naturali (settore farmaceutico, chimico, cinematografico ecc...), cioè in tutti quei contesti in cui l'utilizzo di altre metodologie di valutazione sono inadeguate a quantificare il valore delle opportunità che via via si presentano nella vita aziendale.

Utilizzando, ad esempio, il metodo dei flussi di cassa attualizzati per la valutazione di un determinato investimento, si assume implicitamente che l'impresa lo gestisca in maniera passiva, e qui sta la debolezza del metodo: l'ignorare le opzioni che si hanno di investire di più in futuro se le cose andranno meglio ovvero quelle di abbandonare il progetto se non più conveniente⁵⁰. È tuttavia possibile abbinarlo al DCF, tramite l'utilizzo dell'albero della decisione⁵¹:



Fonte: Steffens P.R., Douglas E.J.

L'albero della decisione altro non è che la rappresentazione grafica di ciò che può verificarsi nel futuro, le decisioni che può intraprendere il management (che porteranno inevitabilmente ad un ulteriore ventaglio di possibilità) e i relativi flussi di cassa che ci si può attendere. Attraverso la disamina delle varie alternative (e relative probabilità di avvenuta) è possibile stimare quindi il flusso di cassa attualizzato per ciascun scenario, e scegliere, quindi, l'opzione che ci consentirà il valore attuale netto più elevato⁵².

⁵⁰ Damodaran A., Valutazione delle aziende, Apogeo, 2012, Milano

⁵¹ Steffens P.R., Douglas E.J., Valuing technology investments: use real options thinking but forget real options valutation, 2007, International Journal of Technoentrepreneurship, pp. 58 - 77

⁵² Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Sandri S., Principi di finanza aziendale, 2011, McGraw-Hill, Milano

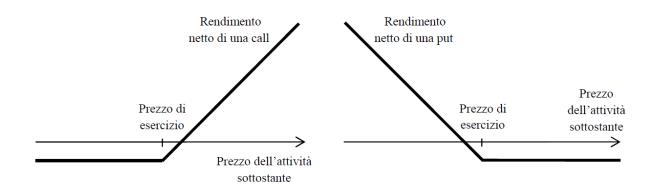
La complessità insita nel considerare tutte le possibili alternative fanno sì che l'albero della decisione diventi in poco tempo terribilmente complesso e farraginoso, e inoltre la semplificazione nell'adottare uno stesso tasso d'interesse per ogni tempo e scenario lo rende scarsamente utilizzato.

Quest'ultimo problema viene comunque risolto attraverso l'utilizzo dei metodi di valutazione delle opzioni, in quanto la soggettività insita nell'immaginare eventuali scenari futuri viene prezzata dal mercato con il cosiddetto "premio per il rischio" ⁵³.

L'opzione è un contratto tra due parti che conferisce all'acquirente il diritto (e non l'obbligo) di acquistare (nel caso di un'opzione "call") o di vendere (nel caso di un'opzione "put) una specifica quantità di un sottostante ad un determinato prezzo (il prezzo di esercizio), entro la data di scadenza (se relativa alle opzioni americane) o alla scadenza dell'opzione (se relativa alle opzioni europee). Nel caso delle opzioni call la convenienza nell'esercitare l'opzione è data dall'eventualità in cui alla scadenza il prezzo dell'attività sottostante sia superiore al prezzo di mercato (altrimenti è più conveniente acquistare l'attività direttamente sul mercato). Il rendimento sarà quindi dato dalla differenza tra il prezzo del sottostante e il prezzo di esercizio, e sarà negativo (e cioè pari al prezzo pagato per acquistare l'opzione) nel caso in cui essa non venga esercitata.

Nel caso delle opzioni put è invece il contrario: se alla scadenza il prezzo del sottostante sarà maggiore al prezzo di esercizio il venditore non eserciterà l'opzione, preferendo quindi vendere l'attività al prezzo di mercato.

Nel grafico⁵⁴ seguente sono raffigurati i payoff di opzioni call e put:



⁵⁴ Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Sandri S., Principi di finanza aziendale, 2011, McGraw-Hill, Milano

⁵³ Lanzavecchia A., "L'utilizzo delle opzioni reali per valutare imprese e progetti ad alto rischio", 2001, Amministrazione & Finanza, n° 17.

Il valore di un'azienda, utilizzando il metodo delle opzioni reali, può essere riassunto così:

$$V = I + O$$

Dove:

V = Valore dell'azienda

I = Valore attuale dell'investimento base

O = Valore attuale delle opzioni di sviluppo

Il valore dell'azienda è quindi la somma dell'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici (metodo DCF) e il valore attuale delle potenzialità di sviluppo (tramite il metodo delle opzioni reali). Focalizzandoci sulle opzioni, il valore dipende da⁵⁵:

- Dal valore corrente dell'attività sottostante: se aumenta il valore del sottostante aumenta il valore di un'opzione call e ovviamente diminuirà il valore di un'opzione put;
- Dalla volatilità del sottostante: tanto più è volatile il sottostante dell'opzione maggiore è il valore di quest'ultima, in quanto il possessore non potrà mai perdere una somma superiore al prezzo pagato per ottenerla, ma potrà tuttavia beneficiarne per un valore indeterminato;
- Dai dividendi pagati dal sottostante: il valore diminuisce se durante la vita dell'opzione il sottostante distribuisca dividendi, quindi un'opzione call perde valore ma aumenta in un'opzione put;
- Dal prezzo di esercizio: l'aumento del prezzo di esercizio fa diminuire il valore di una call, mentre è direttamente correlato al valore delle opzioni put: se aumenta, aumentano anche quest'ultime;
- Dalla durata dell'opzione: tanto più lunga è la durata tanto maggiore è il valore dell'opzione
 perché aumenta la possibilità che questa vada "deep in the money" ovvero, grazie alla
 possibilità che aumenti la volatilità, aumenta anche la possibilità di un grande guadagno.

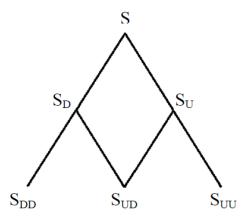
Per quanto concerne il calcolo del valore delle opzioni, tuttavia, non è possibile utilizzare il modello DCF in quanto, se la stima dei flussi di cassa è difficile ma comunque fattibile, l'individuazione del costo opportunità relativo al capitale è impossibile visto che il rischio varia ogni volta che c'è una variazione del prezzo del sottostante.

Solitamente la valutazione viene fatta replicando i flussi di cassa attesi dell'opzione con quelli di un portafoglio equivalente, in grado di unire il sottostante dell'opzione e l'attività risk free. Si assume che il portafoglio sia in grado di replicare esattamente la posizione sull'opzione e, per l'ipotesi di

⁵⁵ Damodaran A., Valutazione delle aziende, Apogeo, 2012, Milano

assenza di arbitraggio, si giungerà quindi a trovare lo stesso valore per il portafoglio equivalente e l'opzione, in seguito basterà calcolare il valore del debito e il valore della posizione sul sottostante per trovare il valore dell'opzione.

Il metodo più semplice per replicare il "portafoglio equivalente" è il metodo binomiale⁵⁶:



Il metodo binomiale è una semplificazione volta a ridurre le possibili variazioni del prezzo sottostante, relativamente al periodo successivo, a due movimenti: in alto (Up) o in basso (Down). Questa semplificazione tuttavia funziona solo quando l'intervallo di tempo è limitato, per utilizzarlo in un maggiore arco temporale si suddividerà quest'ultimo in tanti brevi periodi in cui, per ciascuno di essi, l'attività sottostante assumerà solo i due valori indicati in precedenza.

Il grafico sopra dimostra il funzionamento del modello, nel caso vengano considerati due periodi: S è il prezzo corrente del sottostante, in seguito avremo il primo periodo in cui il prezzo potrà aumentare (S_{U} – con relativa probabilità "p"), oppure diminuire (S_{D} – con relativa probabilità data da "1-p"); nel secondo periodo, indipendentemente dall'andamento del primo, si potrà avere ancora la duplice scelta: aumento o riduzione del prezzo del sottostante.

Il problema insito nella prezzatura delle opzioni riguarda il fatto che, quando si parla di opzioni reali (e non quindi di opzioni finanziarie), certe semplificazioni adottate non valgono più: è il caso, ad esempio, dell'esercizio immediato dell'opzione, che nell'eventualità sia appunto reale può significare anche la costruzione di una fabbrica o di un impianto, operazioni che per forza di cose non sono immediate. Altre differenze riguardano la varianza durante la vita dell'opzione (è praticamente impossibile rimanga costante in lunghi periodi di tempo), l'incertezza nel costo di esercizio e anche motivazioni legate alla concorrenza⁵⁷.

-

⁵⁶ Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Sandri S., Principi di finanza aziendale, 2011, McGraw-Hill, Milano

⁵⁷ Marzo G., Opzioni reali: oltre la valutazione, 2006, Analisi finanziaria n°64

Le principali opzioni reali sono:

- L'opzione di rinvio di un progetto d'investimento: un progetto che ha oggi un Van negativo, potrebbe averlo positivo nel futuro, quindi può essere opportuno aspettare;
- L'opzione di espansione: a volte un'impresa realizza un progetto perché questo le consente di
 accedere, in futuro, ad altri progetti e/o mercati. In questo caso il valore del progetto iniziale
 può considerarsi una sorta di opzione, per cui l'impresa può anche accettare che esso abbia
 un Van negativo;
- L'opzione di abbandono: se il progetto intrapreso non dà i risultati sperati può essere più conveniente la decisione di abbandonarlo e di cercare di recuperare il valore dell'impianto o di altre attività usate;
- L'opzione di conversione: è l'opzione che ci consente di variare input e/o output del processo produttivo in caso di variazioni nella domanda e nei relativi prezzi. Ovviamente dotarsi di una produzione così flessibile avrà un costo maggiore, ma incorpora l'opzione di poter evitare all'impresa perdite maggiori.

Il metodo delle opzioni reali è molto utile nella valutazione di aziende con alte prospettive di crescita, ma viene adottato con cautela in quanto alcune informazioni sono disponibili solo al management interno all'azienda, e altre, come la varianza, possono non essere disponibili neanche a quest'ultimi e si dovrà quindi stimarle (stima tutt'altro che semplice). Inoltre, bisogna sottolineare che gli input sono facilmente manipolabili, portando così a conclusioni caratterizzate da un alto grado di soggettività.

CAPITOLO 2

LA CRISI D'IMPRESA: FONDAMENTI E SOLUZIONI LEGISLATIVE

2.1 Il fallimento

2.1.1 La dichiarazione di fallimento

L'istituto cardine delle procedure concorsuali è il fallimento. Poiché non tutti gli imprenditori possono fallire (ne sono esclusi gli imprenditori agricoli e gli enti pubblici territoriali che "esercitino in via non prevalente un'impresa") bisogna riassumere i presupposti soggettivi, e cioè sono soggetti a fallimento tutti gli imprenditori commerciali che:

- 1. Producono beni e/o servizi;
- 2. Esercitano attività intermediaria nella circolazione dei beni (es. grande distribuzione);
- 3. Esercitano attività di trasporto per terra, acqua, aria;
- 4. Esercitano attività bancaria e/o assicurativa:
- 5. Esercitano un'attività ausiliaria delle precedenti.

L'art. 5, L. Fall. riassume i presupposti oggettivi: può venire dichiarato fallito "l'imprenditore che si trova in stato di insolvenza", situazione che si ha nei casi di "inadempimenti o altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni". L'insolvenza è tale quando è presente l'incapacità di soddisfare – da parte dell'imprenditore – le proprie obbligazioni con regolarità: non è necessaria quindi l'esistenza di uno specifico inadempimento; essa, fondamentalmente, sopraggiunge nel momento in cui l'imprenditore non è più in grado di ottenere credito: fintanto che l'imprenditore riesce ad ottenerlo (anche tramite dilazione di termini di pagamento), l'insolvenza è esclusa.

L'art. 1, c. 2, L. Fall. prevede un'eccezione al fallimento dell'imprenditore commerciale nel caso sia in possesso, congiuntamente, nei tre esercizi precedenti l'istanza di fallimento, dei seguenti requisiti:

- Attivo patrimoniale non superiore a 300.000€
- Ricavi lordi non superiori a 200.000€
- Ammontare dei debiti (non scaduti) non superiore a 500.000€

Un ulteriore eccezione, che si verifica anche nel caso in cui l'imprenditore sia insolvente, è rappresentata dall'art. 15 c. 9 L. Fall., che prevede "l'esclusione dell'apertura della procedura nel caso in cui i debiti scaduti e non pagati risultino inferiori ai 30.000 euro".

I soggetti legittimati a presentare la richiesta di fallimento sono:

- Il debitore (ma è rara, è il caso in cui crede di risollevarsi meglio dal dissesto);
- Il/i creditore/i: è l'ipotesi più frequente, egli presenta l'istanza ma sarà poi il Tribunale ad accertarne l'esistenza;
- Il pubblico ministero, nei casi di:
 - Insolvenza accertata nel corso di un procedimento penale (fuga, irreperibilità del soggetto, chiusura dell'azienda ecc.);
 - Quando l'insolvenza è già stata accertata da un giudice nel procedimento civile.

Una volta presentata la richiesta al tribunale competente (che ha sede nel luogo in cui l'impresa ha la sede principale nel momento del ricorso), si apre la c.d. istruttoria fallimentare: il tribunale, a quel punto, indica il giorno per la convocazione in udienza delle parti (non oltre i 45 giorni).

Ai sensi dell'art. 15, c. 3, L. Fall. i soggetti convocati sono:

- Il debitore e il suo legale rappresentante;
- I creditori;
- Eventualmente il P.M. (se ha presentato lui la richiesta).

Il tribunale può emettere, dietro istanza di parte, eventuali provvedimenti cautelari o conservativi a tutela dell'impresa in oggetto o del patrimonio dell'imprenditore (art. 15 c. 8, L. Fall).

Nel caso in cui il tribunale accerti che non sussistono gli estremi, rigetta la domanda (art. 22 l. fall); se invece ritiene che sussistano gli estremi per il fallimento lo dichiara con sentenza provvisoriamente esecutiva, che deve contenere:

- Un'adeguata motivazione;
- La nomina del giudice delegato e del curatore fallimentare;
- L'ordine al fallito (nel caso egli non abbia già provveduto) a depositare, entro tre giorni, i bilanci e le relative scritture contabili;
- La fissazione dell'udienza in cui si accerterà l'esame delle domande e, soprattutto, alla formazione dello stato passivo (entro non oltre 120 giorni, ovvero 180 se la procedura è particolarmente complessa);
- L'assegnazione ai creditori e/o terzi che vantano diritti reali (o personali) su beni in possesso del fallito, l'assegnazione del termine perentorio di 30 giorni, per la presentazione delle domande di insinuazione al passivo.

Ai sensi dell'art. 18 L. Fall., può essere proposto reclamo, contro la sentenza dichiarativa di fallimento, in corte d'appello entro 30 giorni (dalla notifica nel caso del debitore, oppure dall'iscrizione nel registro delle imprese per gli altri interessati). Il reclamo, tuttavia, non sospende gli effetti della sentenza, ma può solo (nel caso sussistano gravi motivi) obbligare la corte a sospendere la liquidazione dell'attivo (art. 19 L. Fall).

Gli eventuali vizi, contro cui è possibile fare ricorso, sono fondamentalmente suddivisibili in:

- Violazione di norme processuali;
- Mancanza dei presupposti soggettivi e/o oggettivi alla data di dichiarazione del fallimento.

È inoltre possibile presentare reclamo anche nel caso di precedente rigetto: se accolto, tuttavia, non determina il fallimento automatico, ma la corte d'appello rimette gli atti al tribunale di pertinenza affinché provveda (art. 22 L. Fall).

L'eventuale revoca del fallimento produce effetti nel momento in cui la sentenza passa in giudicato, ma soprattutto, non è retroattiva: quindi restano tutti gli effetti precedentemente compiuti dagli organi fallimentari (art. 18 L. Fall., c. 15).

2.1.2 Gli organi del fallimento

La complessa attività legata al fallimento richiede l'intervento di una pluralità di organi:

- Il tribunale;
- Il giudice delegato;
- Il curatore;
- Il comitato dei creditori.

Il tribunale è un organo collegiale composto da 3 magistrati, e nel caso della procedura fallimentare esso è "investito della totalità della procedura fallimentare, anche in deroga alla competenza territoriale" (art. 24 L. Fall): sente, in ogni tempo, il curatore, il presunto fallito e il comitato dei creditori; può decidere di eventuali reclami contro i provvedimenti del giudice delegato (art. 23 L. Fall).

A seguito della riforma del 2006 (D. Lgs. N. 5/2006), il tribunale non può più affidare al curatore gli atti di straordinaria amministrazione, che sono oggi affidati al comitato dei creditori.

L'art. 26 L. Fall. regola invece gli eventuali reclami che possono essere fatti riguardo i decreti del tribunale in corte d'appello.

La riforma del 2006 ha anche limitato i poteri del giudice delegato: esso, infatti, non dirige più le relative operazioni di fallimento, ma si limita alle seguenti funzioni (art. 25 L. Fall):

- Controllo e vigilanza sull'operato del curatore;
- Risolutore di eventuali controversie (che possono nascere in sede di verifica del passivo, o di ripartizione dell'attivo);
- Provvedere alla formazione del passivo (accertamento crediti, eventuali diritti reali e personali);
- Decidere contro eventuali reclami proposti contro l'operato del curatore o del comitato dei creditori;
- Emettere provvedimenti circa la conservazione del patrimonio del fallito;
- Provvedere all'eventuale sostituzione del comitato dei creditori;

L'art. 16 L. Fall. esemplifica i casi in cui il giudice delegato cessa il proprio incarico:

- Chiusura del fallimento;
- Morte:
- Revoca della sentenza dichiarativa del fallimento;
- Revoca o sostituzione per giustificati motivi.

L'art. 26 L. Fall. disciplina gli eventuali reclami che possono esserci nei confronti dei decreti del giudice delegato: essi andranno proposti in tribunale, che provvede ad esaminarli in camera di consiglio. Il termine per il ricorso è di 10 giorni, e dipende dal soggetto che ne fa richiesta: dalla notificazione, dalla comunicazione, oppure dal compimento delle formalità pubblicitarie previste per legge.

Il curatore è l'addetto all'amministrazione del patrimonio fallimentare, sotto la vigilanza del giudice e del comitato dei creditori.

La sua nomina spetta al tribunale, e possono essere nominati (art. 27 L. Fall):

- Avvocati;
- Dottori commercialisti;
- Ragionieri e ragionieri commercialisti;
- Studi professionali associati (devono essere avvocati, commercialisti o ragionieri);
- Soggetti che abbiano svolto funzioni di amministrazione & controllo in società per azioni, ma devono dare prova di adeguate capacità imprenditoriali e non possono essere falliti.

I casi di esclusione, invece, riguardano lo stato familiare (coniuge, parenti e affini entro il 4° grado del fallito), i creditori dello stesso e chiunque abbia concorso ad aggravare, nei due anni precedenti la dichiarazione di fallimento, il dissesto dell'impresa (art. 28 L. Fall).

Una volta accettata la candidatura il curatore diventa ufficialmente un pubblico ufficiale (art. 29 L. Fall): a quel punto dovrà, entro il termine di sessanta giorni, presentare al giudice una relazione particolareggiata sulle cause e circostanze in cui si è verificato il fallimento, e sul comportamento e responsabilità del fallito. In seguito, ogni sei mesi, dovrà redigere un rapporto relativo alle attività svolte.

Gli articoli 31 e ss. L. Fall. elencano i compiti che deve svolgere il curatore, partendo innanzitutto dalla linea guida, ovvero il programma di liquidazione (art. 104 – ter, L. Fall) e cioè l'atto di pianificazione volto alla realizzazione dell'attivo.

In tale programma dovrà essere specificato se "continuare con l'esercizio provvisorio dell'impresa, o dell'affitto del complesso aziendale (o di singoli rami) a terzi; l'eventuale esistenza di proposte di concordato; le azioni risarcitorie o revocatorie da esercitare; la possibilità di cessione dell'azienda, di singoli rami oppure dei cespiti che la compongono".

Il curatore deve, ai sensi dell'art. 38 L. Fall., "adempiere ai predetti doveri con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e tenere un registro, opportunamente vidimato da almeno un componente del comitato dei creditori, nel quale annoterà, giorno per giorno, le operazioni relative alla sua gestione".

Eventuali violazioni del suo incarico, che comportano un danno patrimoniale al fallito, ai relativi creditori o a terzi, determinano conseguenze relative alla responsabilità civile, penale o amministrativa.

Le cause che portano alla cessazione della carica, oltre alla sopracitata, sono:

- Dimissioni;
- Morte:
- Chiusura della procedura;
- Revoca;
- Sostituzione con altro soggetto.

Il curatore sarà tenuto, in ogni caso, a rendere conto della sua gestione.

La cessazione della carica può anche essere chiesta dal comitato dei creditori, ai sensi dell'art. 37 bis L. Fall., nel momento in cui è conclusa l'adunanza per l'esame dello stato passivo. I soggetti che hanno la facoltà di chiederne la sostituzione sono i creditori presenti (anche nel caso di delega) che rappresentino la maggioranza dei crediti ammessi al passivo; può inoltre decadere su proposta del giudice delegato o d'ufficio in caso di giustificati motivi.

Il curatore è inoltre tenuto, dall'art. 43 c.1 L. Fall., "a sostituirsi al fallito in tutte le controversie civili relative al fallito (sia come attore che come convenuto), relative ai rapporti di diritto patrimoniale". Il curatore, ai sensi dell'art. 43 c.1 L. Fall., "si sostituisce al fallito sia come attore sia come convenuto in tutte le controversie civili del fallito, anche in corso, relative a rapporti di diritto patrimoniale".

Il comitato dei creditori è stato notevolmente rivalutato, come già detto, dalla riforma del 2006. È un organo collegiale, composto di tre o cinque membri (che tra loro eleggono il presidente), nominato dal giudice delegato entro trenta giorni dalla sentenza di fallimento.

L'art. 40 L. Fall. impone che la nomina del comitato venga fatta in modo da rappresentare, in misura equilibrata, la quantità e la qualità dei crediti. Tuttavia, nel caso non fosse possibile nominarlo, lo stesso giudice delegato può sostituirsi al comitato esercitandone le relative funzioni (art. 41 c. L. Fall.).

È il presidente a convocare il comitato dei creditori, e le sue deliberazioni devono essere prese, a maggioranza, entro il termine di quindici giorni successivi alla data in cui la richiesta è pervenuta al presidente (art. 41, c. 2, L. Fall). Il compito principale del comitato dei creditori è quello di "vigilare sull'operato del curatore (attraverso l'ispezione delle scritture contabili e documenti relativi alla procedura) e, inoltre, può autorizzarne gli atti di straordinaria amministrazione" (art. 35 L. Fall.). L'art. 2407 c.c., anche se regola la responsabilità dei sindaci delle S.p.A., viene applicato al comitato dei creditori in quanto compatibile. La responsabilità dei membri è solidale.

2.1.3 Gli effetti del fallimento

Gli effetti per l'impresa.

Il primo effetto che scaturisce dalla dichiarazione di fallimento è il blocco dell'impresa, in quanto, generalmente, l'insolvenza è dovuta proprio al carattere deficitario nella gestione.

Tuttavia, alle volte, l'insolvenza non è determinata dal modo in cui è gestita l'impresa (magari è dipesa unicamente dall'impossibilità di ottenere credito), oppure l'immediata cessazione comporta un danno superiore agli interessati (è il caso del terzista che lavora per "grandi firme" della moda, perdere i contratti significa perdere un rilevante asset aziendale, nonché l'eventualità di trovare un'acquirente per l'intero complesso aziendale); per questi motivi, il legislatore permette, attraverso l'art. 90 L. Fall., la continuazione provvisoria dell'esercizio dell'impresa.

La continuazione dell'impresa può anche essere disposta solo per certi rami aziendali, ma sempre se l'eventuale interruzione possa comportare un danno grave e la continuazione non arrechi un pregiudizio ai creditori.

I debiti che sorgono nell'esercizio provvisorio vengono soddisfatti in prededuzione e, quindi, avranno la priorità all'apertura del fallimento rispetto agli altri.

Nell'eventualità che si opti per l'esercizio provvisorio, il curatore deve, almeno ogni tre mesi, convocare il comitato dei creditori per informarlo della situazione; inoltre, ogni sei mesi o alla conclusione dell'esercizio provvisorio (se di durata inferiore), deve presentare nella cancelleria del tribunale un rendiconto dell'attività svolta.

L'esercizio provvisorio può interrompersi per volontà del comitato dei creditori, e in seguito il giudice delegato ne ordina la cessazione (art. 104, c. 4, L. Fall); può inoltre interrompersi per volontà del tribunale, previo parere del comitato dei creditori e del curatore, qualora ne ravvisi la necessità.

Un'alternativa all'esercizio provvisorio è rappresentata dall'affitto d'azienda (o uno dei suoi rami).

L'affitto d'azienda, disciplinato dall'art. 2562 c.c., è disposto dal giudice delegato, ma sempre previo parere del comitato dei creditori e su istanza del curatore.

Il contratto di stipula dell'affitto d'azienda, da redigere per atto pubblico o scrittura privata autenticata (art. 2556 c.c.), dev'essere temporalmente compatibile con la procedura di liquidazione in atto, e deve, inoltre:

- Assicurare il diritto del curatore di procedere a ispezioni nell'azienda;
- Assicurare idonee garanzie per tutte le obbligazioni dell'affittuario;
- Prevedere il diritto di recesso da parte del curatore, che però sarà obbligato, in prededuzione, a dare un giusto indennizzo all'affittuario.

Ai sensi dell'art. 104-bis, c. 5, L. Fall. il contratto, inoltre, può prevedere anche un diritto di prelazione sull'acquisto del complesso aziendale (o di un suo ramo).

Gli effetti per il fallito si riassumono, fondamentalmente, in:

- Effetti patrimoniali;
- Effetti personali;
- Effetti penali nel caso di bancarotta semplice, fraudolenta, nonché ricorso abusivo al credito.

Innanzitutto, il fallito, subisce lo *spossessamento* dei beni e la privazione dell'amministrazione del complesso aziendale; perde, come già ribadito, la capacità processuale (sia attiva che passiva) a favore del curatore; inoltre, sempre con riguardo agli effetti patrimoniali, vengono resi inefficaci eventuali atti e/o pagamenti messi in atto (o ricevuti) dal fallito dopo la dichiarazione di fallimento.

È bene precisare che, ai sensi dell'art. 44 L. Fall., "eventuali atti compiuti dal fallito dopo la dichiarazione di fallimento sono validi, ma inefficaci nei confronti dei creditori". Eventuali pagamenti fatti da terzi nei confronti del fallito, devono essere ripetuti in favore del curatore; il terzo, che invece ha incassato una qualche somma dal fallito, deve restituirla sempre al curatore.

Lo spossessamento, è bene ricordare, non determina la perdita di proprietà da parte del fallito del complesso aziendale, ma solo la privazione del possesso, in quanto verrà gestito ora dal curatore. Per questo motivo, l'art. 46 L. Fall. prevede che lo spossessamento non possa riguardare determinati beni e diritti personali del fallito quali, ad esempio, i beni fondamentali alle esigenze di vita di quest'ultimo.

Le riforme compiute negli ultimi anni hanno fatto sì che gli effetti più umilianti per il fallito venissero rimossi, e in particolare: "la corrispondenza diretta del fallito dev'essere consegnata al curatore solamente se riguarda eventuali rapporti compresi nel fallimento" (art. 48, c. 2, L. Fall); "al fallito (e agli eventuali rappresentanti legali) non è più vietato l'allontanamento della residenza previo parere del giudice delegato, ma il fallito è obbligato solamente a comunicare eventuali variazioni di residenza o domicilio" (art. 49 L. Fall); sono stati soprattutto aboliti il pubblico registro dei falliti, e la perdita del diritto di voto alle elezioni (politiche e amministrative).

Gli art. 51 e ss., L. Fall. elencano gli effetti che scaturiscono nei confronti dei creditori a seguito della dichiarazione di fallimento.

L'art. 51 L. Fall. vieta "l'inizio o il proseguo, dal giorno in cui è stato dichiarato il fallimento, di eventuali azioni esecutive (o cautelari) individuali sui beni compresi nel fallimento". Ogni credito o diritto reale/personale, mobiliare o immobiliare, anche se munito di diritto di prelazione, dev'essere accertato secondo le norme stabilite dalla L. Fall (art. 52 L. Fall).

Gli art. 54 e 55 L. Fall. riassumono la *cristalizzazione* dei crediti che avviene in seguito alla dichiarazione di fallimento, in base alla quale:

- I crediti si considerano scaduti alla data di dichiarazione del fallimento;
- I crediti non pecuniari concorrono, secondo il loro valore, alla data di dichiarazione del fallimento:
- Gli interessi legali e convenzionali sono sospesi (a meno che non siano crediti garantiti da pegno, ipoteca o privilegio).

La presenza di una causa legittima di prelazione fa sì che gli interessi relativi al credito garantito continuino a maturare (ma nei limiti del ricavato della vendita del bene in oggetto). L'art 53, inoltre, prevede un'eccezione al principio dell'esecuzione concorsuale consentendo, al creditore pignoratizio e al creditore con privilegio speciale possessorio, la vendita extra fallimentare dei beni oggetto della garanzia, ma entrambi necessiteranno prima del parere positivo del giudice.

Il regime della compensazione avviene allorquando un soggetto è contemporaneamente creditore e debitore del fallito. L'art 56 c.2 L. Fall., tuttavia, prevede, al fine di evitare l'elusione della *par condicio creditorum*, "l'esclusione della compensazione nel caso in cui il credito verso il fallito non sia ancora scaduto alla data di apertura della procedura fallimentare".

2.1.4 Gli adempimenti iniziali

A seguito del deposito della sentenza di fallimento, il curatore è tenuto a svolgere gli adempimenti preliminari volti sia a conservare i beni del fallito sia ad un'ottimizzazione delle attività proprie del fallimento. In particolar modo, il curatore è chiamato a decidere se conviene proseguire l'attività d'impresa ovvero interromperla e iniziare il procedimento di liquidazione.

Ai sensi dell'art. 90, c. 1, L. Fall. il cancelliere è "deputato alla realizzazione di un fascicolo contenente tutti gli atti e i provvedimenti del caso"; in seguito, il curatore è tenuto all'analisi del suddetto fascicolo e a chiamare il fallito e il suo legale rappresentante, dal fallito, in particolare, deve ottenere ai sensi dell'art. 86 c.1 L. Fall.:

- Il denaro contante, che dev'essere depositato in un c/c aperto appositamente per la procedura;
- Le cambiali e gli altri titoli di credito;
- Le scritture contabili relative all'attività d'impresa e ogni altra documentazione che il curatore richiede;

Se il giudice non dispone dell'esercizio provvisorio, il curatore deve, ai sensi dell'art. 84, c.1, L. Fall., sigillare tutti i beni dell'impresa, fatto salvo:

- I beni che non sono compresi nel fallimento (art. 46 L. Fall) in quanto non compresi nello spossessamento (è il caso dei beni personali, quelli atti a soddisfare i bisogni essenziali del fallito e della sua famiglia);
- I beni deteriorabili o quelli atti a deprezzarsi in breve tempo (per cui è opportuno che il giudice delegato provveda all'immediata vendita), art. 84, c.1, L. Fall.;
- I beni che devono essere consegnati direttamente al curatore (art. 86, c.1, L. Fall).

In seguito, il curatore procede alla redazione dell'inventario, tuttavia, nel caso quest'ultimo incorra in beni di non facile valutazione deve, ai sensi dell'art. 87, c.2, L. Fall, ottenere l'autorizzazione dal comitato dei creditori, dopo che quest'ultima abbia nominato uno stimatore.

Ai sensi dell'art. 33, c.5, L. Fall. il curatore deve inoltre, ogni sei mesi, redigere un rapporto riassuntivo che deve inoltrare a:

- Al comitato dei creditori;
- Alla cancelleria del tribunale che ha dichiarato il fallimento;
- Al registro delle imprese;
- Ai creditori e a tutti i titolari di diritti sui beni in oggetto.

A seguito della redazione dell'inventario, il curatore ha "sessanta giorni di tempo per elaborare un piano di liquidazione in cui deve scandire tempi e modalità" (art. 104 ter, L. Fall), ciò al fine di consentire agli interessati di controllare le fasi liquidatorie.

Nel programma, sempre ai sensi dell'art. 104 ter, L. Fall, dev'essere specificato:

- L'opportunità di disporre, se il curatore lo ritiene utile, dell'esercizio provvisorio dell'impresa (o di suoi singoli rami), ovvero dell'affitto del complesso (o di rami);
- L'esistenza di eventuali proposte di concordato da parte di un creditore o terzi, il curatore deve inoltre spiegarne il loro contenuto;
- Le azioni risarcitorie, recuperatorie o revocatorie da esercitare;
- La possibilità di cessione dell'azienda, di singoli rami, beni o rapporti giuridici individuabili in blocco, e le relative condizioni di vendita;
- Il termine entro il quale verrà completata la liquidazione dell'attivo (non oltre i 2 anni dal deposito della sentenza).

Il programma dev'essere poi sottoposto all'approvazione del comitato dei creditori, i quali:

- Possono approvare il programma, che quindi diventa definitivo e il curatore, in seguito, lo invia al giudice delegato;
- Non essere d'accordo, e chiedere pertanto modifiche al curatore;
- Rimanere inerti, e quindi rischiare di essere estromessi dal curatore (previa richiesta al giudice delegato).

Con riguardo al proseguo dell'attività aziendale deciso dal curatore, è utile sottolineare che l'art. 104, c.1, L. Fall, il tribunale ne dispone l'esercizio provvisorio in due casi:

- Ci sia il pericolo che l'interruzione cagioni un grave danno al patrimonio aziendale;
- Che il proseguo non arrechi pregiudizio ai creditori.

Il comitato dei creditori è comunque tenuto ad autorizzare l'esercizio provvisorio, vengono inoltre convocati ogni tre mesi, dal curatore, per essere informati sull'andamento della gestione. Il curatore, inoltre, deve redigere un rendiconto finale alla conclusione dell'esercizio.

2.1.5 L'accertamento del passivo

L'accertamento del passivo è il momento in cui il curatore individua i creditori del fallito e chiunque abbia delle pretese (diritti reali/personali) sui beni di quest'ultimo.

L'art. 93, L. Fall. disciplina i momenti fondamentali:

- I creditori fanno la domanda di insinuazione al passivo;
- Il curatore redige il progetto di stato passivo;
- Il giudice delegato, dopo aver esaminato lo stato passivo, decide sulle domande presentate.

Il curatore è chiamato a rispondere personalmente se, qualora tardi o manchi di informare i creditori emersi dalle scritture contabili del fallito, questi ultimi non riescano a presentare nei termini previsti dalla legge la domanda di insinuazione al passivo, vedendosi quindi dichiarare inammissibile la domanda.

I termini per la presentazione della domanda sono trenta giorni prima dell'udienza fissata per l'esame di stato passivo, la domanda in quanto tale va invece spedita all'indirizzo pec del curatore, o altrimenti depositata nella cancelleria del tribunale che ha emesso la sentenza. I creditori devono, ai sensi dell'art. 93, c.6, L. Fall, inoltrare i documenti che attestino l'esistenza del credito.

La domanda di insinuazione al passivo, peraltro, interrompe la prescrizione sul credito vantato, come disciplinato dall'art. 2945, c.2, c.c.

Una volta terminata la valutazione delle domande presentate dai creditori, il curatore ha due possibilità:

• Può evitare l'accertamento del passivo se, ai sensi dell'art. 102, L. Fall., se relativamente ai crediti concorsuali risulti che non può essere acquisito attivo da distribuire a nessuno dei creditori che abbiano chiesto l'ammissione al passivo, salvi i crediti prededucibili e delle spese di procedura che andranno soddisfatte.

Quanto sopra non è quindi da confondersi con l'art. 118, c.1, n. 4, L. Fall., che invece impone la chiusura del fallimento in quanto l'attivo che emerge non è neppure in grado di soddisfare i creditori prededucibili.

Il curatore deve, quindi, una volta verificato tutti i requisiti, inoltrare la domanda al tribunale al fine di omettere la fase dell'accertamento.

• Se invece l'attivo è sufficiente a soddisfare (tutto o in parte) i creditori, allora redige il progetto di stato passivo. In seguito, il giudice delegato analizza le domande e il progetto.

Quest'ultimo, ai sensi dell'art. 95, c.1, L. Fall, è suddiviso in due elenchi:

- o Elenco dei creditori;
- o Elenco dei titolari di diritti reali sui beni di proprietà (o in possesso) del fallito.

Ai sensi dell'art. 92, c.2, L. Fall., il curatore è tenuto a presentare il progetto quindici giorni prima dell'udienza fissata per l'esame dello stesso.

La prima udienza è fissata, art. 16, c.1., n4, L. Fall., con la sentenza dichiarativa di fallimento; il giudice può quindi accogliere in tutto o parzialmente le domande presentate, nel caso prevalga l'ammissione parziale, il creditore è ammesso a un ridotto riconoscimento del credito, ma può comunque fare ricorso per la parte esclusa.

Sono inoltre ammessi al passivo con riserva, ai sensi dell'art. 96, c.2, L. Fall., i seguenti crediti:

- Quelli espressamente previsti dalla legge;
- Condizionati a una specifica clausola (sospensiva/risolutiva);
- I crediti per cui la mancata produzione del titolo non è imputabile al creditore;
- I crediti accertati con sentenza del giudice (ordinario/speciale) e non ancora passata in giudicato.

In seguito all'esame delle domande, il giudice delegato rende esecutivo lo stato passivo e lo comunica a tutti i ricorrenti. Eventuali modifiche potranno avvenire tramite impugnazioni o ulteriori domande tardive di insinuazione al passivo; le domande tardive sono definite tali le domande di ammissione che avvengono oltre il termine di 30 giorni dall'udienza fissata per l'accertamento del passivo, ma non oltre i 12 mesi (l'art. 101, c.1, L. Fall., in realtà, prevede dei casi eccezionali per cui questo termine può essere prorogato a 18 mesi).

Eventuali opposizioni allo stato passivo possono essere fatte, in tribunale, dai creditori (anche quelli ammessi con riserva) e da titolari di diritti esclusi al fine di ottenere la modifica dello stato passivo (art. 98, c.2, L. Fall); i creditori e i titolari di altri diritti ammessi possono, invece, impugnare l'insinuazione di altri crediti (art. 98, c.3, L. Fall) al fine di ottenere una "fetta della torta" più grande. Una volta decorsi i termini per l'opposizione e l'impugnazione i creditori, il curatore e i titolari di altri diritti, possono chiedere la revocazione del provvedimento (o rigetto se determinato da falsità, dolo, errore essenziale, o mancanza di documenti decisivi) così come prevede l'art. 98, c.4, L. Fall. Tutte le parti interessate ad intervenire devono, almeno 10 giorni prima dell'udienza, costituirsi con una memoria che indichi tutte le eccezioni processuali e di merito non rilevabili d'ufficio, nonché i relativi mezzi di prova e documenti (art. 99, c.5-6, L. Fall).

Il tribunale provvederà in seguito con decreto che è impugnabile solamente in Corte di cassazione (art. 99, c.10, L. Fall).

2.1.6 Amministrazione, liquidazione e ripartizione dell'attivo

La fase di liquidazione dell'attivo prende avvio, innanzitutto, con la presa del possesso, da parte del curatore, dei beni e delle attività compresi nel patrimonio fallimentare: fase particolarmente delicata e disciplinata dagli artt. 84 a 90 L. Fall. specie con riguardo la redazione dell'inventario.

Una volta approvato il programma di liquidazione, comincia la procedura volta alla realizzazione dell'attivo; il curatore, tuttavia, può essere autorizzato dal giudice delegato (e previo parere del comitato dei creditori) anche prima a procedere alla vendita se dal ritardo si ritiene possa derivare un pregiudizio per i creditori (art. 104-ter, c. 6, L. Fall), ovvero il curatore (previa autorizzazione del comitato dei creditori) può rinunciare ad acquisire l'attivo (o a procedere alla liquidazione di eventuali beni) se ritiene che la realizzazione sia palesemente non conveniente (art. 104-ter, c. 7, L. Fall).

La procedura di liquidazione dell'attivo è disciplinata dall'art. 107 L. Fall., che prevede l'esecuzione tramite "procedure competitive" che possono prevedere, previa autorizzazione del giudice delegato, l'affidamento ad altri professionisti o società specializzate per determinate incombenze (es. intermediari specializzati in un determinato settore). L'eventuale vendita di beni immobili e altri beni iscritti nei pubblici registri comporta, però, l'obbligatorietà di darne notizia ai creditori ipotecari e privilegiati (art. 107, c.3, L. Fall).

Il giudice delegato "può, su istanza del fallito, del comitato dei creditori (o di altri interessati), qualora ne ricorrano gravi e giustificati motivi (ad esempio la vendita di beni ad un prezzo sensibilmente inferiore al prezzo di mercato), sospendere le operazioni di vendita" (art. 108 L. Fall).

L'art. 105 L. Fall. prevede invece la disciplina della vendita dell'azienda, dei suoi rami, o di determinati rapporti giuridici che è possibile individuare in blocco, e in particolare:

- La liquidazione dei singoli beni "è disposta solo nell'eventualità in cui la vendita in blocco del complesso aziendale, dei suoi rami, o dei suoi rapporti giuridici non consenta una soddisfazione maggiore per i creditori" (art. 105, c.1, L. Fall);
- Vengono ammesse, in seguito a consultazioni sindacali, soluzioni "flessibili" relative alla disciplina dei rapporti di lavoro (art. 105, c.3, L. Fall);
- Nella cessione d'azienda "si esclude, salvo venga pattuito diversamente, la responsabilità dell'acquirente per i debiti precedentemente maturati alla data del trasferimento" (art. 105, c.4, L. Fall);
- La cessione dei crediti aziendali ha effetto, nei confronti di terzi, dal momento in cui viene iscritto il trasferimento dell'azienda nel registro delle imprese (art. 105, c.7, L. Fall). Tuttavia, come ci ricorda la disciplina comune, se il debitore paga in buona fede al cedente è liberato;
- Privilegi e garanzie continuano in capo al cessionario (art. 105, c.7, L. Fall);

- Il curatore può, inoltre, utilizzare altri strumenti al fine della cessione, come, ad esempio, il conferimento (art. 105, c. 8, L. Fall);
- È inoltre prevista la possibilità, per l'acquirente, di accollarsi i debiti come pagamento del prezzo, purché non venga alterata la graduazione degli stessi (art. 105, c.9, L. Fall).

L'art. 111 L. Fall. indica l'ordine dei riparti relativi alla ripartizione dell'attivo:

- La priorità è riservata ai crediti prededucibili: ovvero quelli sorti in occasione delle procedure concorsuali oppure quelli espressamente previsti dalla legge (art. 111, c.2, L. Fall).
 - "Possono inoltre essere soddisfatti fuori dalle procedure di riparto, previa autorizzazione del comitato dei creditori e del giudice delegato, se l'attivo è presumibilmente sufficiente a soddisfare gli altri crediti" (art. 111-bis, c. 3, L. Fall);
- Il secondo posto spetta al pagamento dei crediti ammessi con prelazione (i c.d. crediti privilegiati): è il caso, ad esempio, di pegno, ipoteca, privilegi speciali come nei casi espressamente previsti dal c.c. art. 2751 ss., una volta che saranno stati soddisfatti integralmente si può procedere al pagamento di quelli di rango successivo;
- L'ultimo posto è riservato ai c.d. crediti chirografari nella % di proporzione per cui ciascuno è stato ammesso al passivo.

Il principio della *par condicio creditorum* opera, in maniera residuale, solo tra i creditori chirografari e solamente nell'eventualità in cui sia rimasto qualcosa da ripartire.

L'art. 110, c.1, L. Fall. disciplina, invece, il progetto di riparto: esso è predisposto in maniera autonoma dal curatore (il giudice delegato non può modificarlo), ma i creditori possono, entro quindici giorni dal deposito dell'atto in cancelleria, fare reclamo ai sensi dell'art. 110, c.3, L. Fall. Una volta trascorso il termine, il piano diventa esecutivo su dichiarazione del giudice delegato, in presenza di eventuali reclami rimane comunque l'esecutività: il giudice deve limitarsi ad accantonare le eventuali somme contestate (art. 110, c. 4, L. Fall).

L'art. 116 L. Fall. dispone, infine, l'obbligo per il curatore di presentare al giudice il rendiconto (da fare prima della ripartizione finale) la cui approvazione avviene in seguito ad un contradditorio tra le parti interessate e il comitato dei creditori.

2.1.7 I casi di chiusura del fallimento

Il fallimento si chiude per le seguenti cause:

1. Quando avviene la ripartizione finale dell'attivo;

- 2. Nel caso di insufficienza (o mancanza) dell'attivo, e cioè nell'eventualità in cui non possono essere soddisfatti né i crediti prededucibili/concorsuali, né le relative spese della procedura;
- 3. Quando le ripartizioni raggiungono il loro intero ammontare (al netto del compenso che spetta al curatore e alle relative spese per la procedura);
- 4. Nel caso in cui nessun creditore presenti domande di insinuazione al passivo nei termini previsti dalla legge;
- 5. In caso di revoca della sentenza di fallimento (è bene ricordare, come già detto, che eventuali atti compiuti nel corso della procedura rimangono validi e continueranno a produrre i loro effetti);
- 6. Nel caso in cui un creditore, un terzo o lo stesso fallito decidano di proporre un concordato fallimentare: l'accettazione di tale proposta porta alla fine del fallimento;
- 7. Nel caso in cui si scopra che la massa fallimentare è costituita da beni sequestrati alla criminalità organizzata: il tribunale, a questo punto, sentito il comitato dei creditori e il curatore, deve dichiarare chiuso il fallimento con decreto e seguire le disposizioni del codice antimafia.

L'art. 119, c.1, L. Fall, che disciplina la chiusura del fallimento, sottolinea come essa sia decretata dal tribunale su istanza del curatore, del fallito o d'ufficio; con la sentenza vengono anche meno gli effetti del fallimento sul patrimonio del fallito (c.d. spossessamento) e le relative incapacità personali. I creditori, tuttavia, riacquistano la possibilità di esercitare nuove azioni verso il debitore (in caso vi sia una parte non soddisfatta dei crediti), a meno che non si applichi l'istituto dell'esdebitazione, che prevede, ai sensi dell'art. 142 L. Fall., la liberazione per le persone fisiche dai debiti non onorati. L'applicazione dell'istituto richiede che vi siano particolari requisiti di meritevolezza in capo al fallito:

- "Abbia cooperato lealmente con gli organi della procedura";
- "Non ne abbia già beneficiato nei precedenti 10 anni";
- "Non abbia ritardato la procedura";
- "Non abbia violato le norme relative alla sua corrispondenza";
- "Non abbia distratto l'attivo o cagionato/aggravato il dissesto";
- "Non sia stato condannato per bancarotta fraudolenta o altri delitti di natura economica (salvo che non sia stato nel frattempo riabilitato)".

Tale istituto è pronunciato dal tribunale a seguito del decreto di chiusura del fallimento, oppure nell'anno successivo nell'eventualità di ricorso del debitore.

Con riguardo alle società, invece, il destino della stessa dipende dalle cause di chiusura del fallimento:

- In caso di chiusura determinata da:
 - o Integrale pagamento dei creditori (compenso del curatore, e relative spese processuali)
 - o Mancanza di passivo

La società non estingue e i soci devono decidere, nel caso di società di persone, se riattivarla o procedere a liquidazione definitiva (neanche nella società di capitali è automatico lo scioglimento);

- Ovvero nel caso di:
 - o Mancanza di soddisfazione dei creditori (e delle relative spese di procedura)
 - o Ripartizione finale dell'attivo

La società si estingue, a meno che non siano ancora in sospeso rapporti giuridici patrimoniali e/o altre contestazioni giudiziarie.

L'art. 121, c.1, L. Fall. prevede invece i casi di riapertura del fallimento, che possono avvenire, nel caso non sia stata dichiarata l'esdebitazione, nei casi di chiusura relativi alla ripartizione finale dell'attivo (o all'insufficienza di quest'ultimo), nell'eventualità che risulti l'esistenza di attività, nel patrimonio del fallito, da rendere utile la riapertura della procedura, oppure nel caso in cui il fallito si offra di pagare almeno il 10% dei crediti vecchi e nuovi.

Nel caso in cui il tribunale accolga la richiesta, che può venire dal fallito o dai creditori, esso richiama il giudice delegato, il curatore, il comitato dei creditori e stabilisce la data per l'adunanza allo stato passivo.

2.2 Il Piano attestato di risanamento

Il piano attestato di risanamento è stato sempre snobbato dal legislatore, tanto che non lo hai mai dotato di una specifica regolamentazione nella legge fallimentare.

La disciplina (piuttosto limitata) a cui possiamo fare riferimento è l'art. 67, c.2, lett. D), L. Fall. che regola gli atti non soggetti ad azione revocatoria fallimentare. L'articolo in questione prevede, appunto, "l'esclusione dalla revocatoria fallimentare di tutti gli atti, pagamenti e le garanzie concesse sui beni del debitore, nell'eventualità in cui il piano risulti idoneo a provvedere al risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa, nonché il riequilibrio della sua situazione finanziaria".

Tra i vantaggi del piano possiamo riassumere:

- La semplicità della procedura;
- La conservazione del possesso dei beni e la loro amministrazione;
- La riservatezza del piano, in quanto, a differenza di altri istituti, non sono previste forme di pubblicità, a meno che il debitore non ne faccia espressa richiesta;

Una volta redatto il piano, esso dovrà essere attestato da un professionista ai sensi dell'art. 67, c.2, lett. D), L. Fall., il quale dovrà accertarne la fattibilità nonché la veridicità dei dati espressi.

Il professionista dev'essere iscritto nel registro dei revisori legali e, più genericamente, essere in possesso dei requisiti previsti dall'art. 2399 c.c. e dai requisiti richiesti dall'art. 29, lett. A) e B), L. Fall, inoltre dovrà essere indipendente, cioè non può essere legato in alcun modo all'impresa o ai soggetti che hanno interesse nell'operazione di risanamento.

Un passo avanti da parte del legislatore è stato compiuto con la Legge delega 19 ottobre 2017 n.155, la quale ha fissato alcuni principi per la redazione del piano: esso deve avere forma scritta (per consentire al professionista di attestarlo), una data certa (per essere opponibile al curatore in caso di successivo fallimento), e un contenuto analitico.

Il piano attestato di risanamento, secondo le linee guida dell'ordine dei commercialisti⁵⁸, deve contenere:

- Le cause che hanno portato alla crisi, e lo stato dell'impresa dal punto di vista della liquidità e solvibilità;
- I principali punti del piano, le relative fonti informative, e le metodologie che sono state utilizzate per redigerlo;
- Le misure da adottare al fine di risanare la situazione dell'impresa;
- La durata del piano, che generalmente non supera i 3/5 anni.

Nell'eventualità in cui sorgano difficoltà o altre problematiche nella sua esecuzione, il piano può prevedere meccanismi correttivi che non rendono necessaria una ri-attestazione da parte del professionista incaricato.

Se, tuttavia, dovesse presentarsi l'aggravamento della situazione aziendale ad un livello tale da rendersi inevitabile il fallimento, la legge prevede delle cautele:

a) L'art. 67, c.3, L. Fall, in particolare, prevede l'esenzione della revocatoria fallimentare riguardo le operazioni esecutive del piano (e cioè atti, pagamenti, e relative garanzie concesse).

Tutti gli altri atti, cioè quelli relativi all'ordinaria gestione dell'impresa, rimangono invece soggetti alla revocatoria.

- b) La legge fallimentare, con riguardo alla tutela dei finanziamenti all'impresa, prevede:
 - 1) La mancata prededucibilità ai finanziamenti, in quanto manca il controllo dell'autorità giudiziaria;

⁵⁸ https://oldsite.commercialisti.it/Portal/Documenti/Dettaglio.aspx?id=86b3cde9-cc82-45db-8de8-16f3ceccb0ad

- 2) L'esclusione del credito del finanziamento, se erogato in funzione del piano, dalla revocatoria fallimentare;
- 3) L'esenzione dei finanziamenti dalla responsabilità penale per bancarotta.

Gli svantaggi del piano di risanamento sono fondamentalmente riconducibili all'impossibilità di utilizzarlo anche per i debiti fiscali/contributivi, e soprattutto la mancanza di norme a tutela del debitore in caso di eventuali azioni da parte dei creditori.

2.3 Gli accordi di ristrutturazione dei debiti

Gli accordi di ristrutturazione dei debiti sono una procedura stragiudiziale di risanamento che consistono in accordi tra il debitore e i suoi creditori (che rappresentano almeno il 60% dei crediti) volta a rimodulare i crediti dei contraenti (scadenze, interessi ecc.).

Sono disciplinati dall'art. 182 bis. L. Fall., e prevedono un contenuto del piano che è liberamente definibile tra i contrenti che aderiscono all'accordo, mentre i creditori che non aderiscono dovranno essere soddisfatti in via integrale nei termini di legge.

L'art. 23, c. 43, dl. 98/2011 ha ulteriormente allargato la platea dei soggetti che possono aderire all'accordo, includendovi anche gli imprenditori agricoli. L'accordo può inoltre riguardare i debiti fiscali.

La peculiarità dell'accordo è che, ancor prima di essere stipulato, il debitore può chiedere al tribunale il divieto di inizio/continuazione di procedure cautelari/esecutive nei suoi confronti (art. 182-bis, c. 6-7, L. Fall); l'accordo omologato invece offre invece la protezione dall'azione revocatoria in caso di successivo fallimento. Una volta pubblicato l'accordo ha efficacia *inter-partes*, e non genera pertanto il fenomeno della *par condicio creditorum* in quanto è vincolante solo per i soggetti che hanno aderito.

Possiamo suddividere la procedura in quattro fasi:

- 1) La domanda del debitore al tribunale;
- 2) Il deposito la conseguente iscrizione dell'accordo;
- 3) L'omologazione
- 4) L'esecuzione

I soggetti che possono chiedere l'attuazione della disciplina di ristrutturazione dei debiti sono:

- L'impresa agricola senza alcun limite dimensionale;
- L'impresa commerciale purché superi almeno uno dei requisiti previsti dall'art. 1, c. 2, L. Fall.

Una volta stipulato l'accordo (le cui sottoscrizioni dovranno essere autenticate da un notaio), dev'essere depositato nella cancelleria del tribunale con i documenti prescritti dall'art. 161 L. Fall., e cioè:

- Una relazione aggiornata relativa alla situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'impresa, con relative scritture contabili e fiscali obbligatorie;
- Le dichiarazioni dei redditi del debitore e i bilanci d'esercizio degli ultimi 3 anni (se l'impresa ha avuto minor durata allora si farà riferimento alla vita dell'impresa);
- Uno stato analitico ed estimativo delle attività del debitore;
- L'elenco nominativo dei creditori, con rispettiva indicazione dei crediti spettanti e delle cause di prelazione;
- L'elenco nominativo dei titolari di diritti reali e personali su beni di proprietà o in possesso del debitore;
- Un piano che descriva le modalità e i tempi di adempimenti della proposta.

L'impresa dovrà, inoltre, assumere un professionista perché rediga una relazione circa la veridicità dei dati espressi nonché la reale capacità di portare al termine il piano.

Dopo aver concluso la procedura di deposito, il tribunale verifica ed esamina tutta la documentazione allegata: la verifica, tuttavia, riguarda esclusivamente la legittimità dell'accordo (e non il suo contenuto); se non riscontra problemi lo omologa e a quel punto l'imprenditore deve chiederne la pubblicazione nel registro delle imprese, se invece sussiste una richiesta di rigetto da parte del P.M. o da parte di un creditore, il tribunale lo rigetta e può dichiarare il fallimento.

Eventuali inadempimenti successivi – verso i creditori che hanno firmato l'accordo – determina la possibilità, per questi ultimi, di chiedere al tribunale la risoluzione del contratto: in caso di accoglimento del loro ricorso, i crediti tornano alla forma originaria, così come eventuali dilazioni ecc.

Per i creditori che non hanno aderito all'accordo, invece, questi potranno sempre avvalersi delle relative norme volte a tutelare i loro interessi, e pertanto possono anch'essi domandare il fallimento dell'imprenditore se non soddisfa le loro obbligazioni.

L'eventuale fallimento dell'imprenditore, a seguito dell'inadempimento dell'accordo, produce i seguenti effetti:

- Gli eventuali crediti, originati da finanziamenti conseguiti dall'impresa prima dell'accordo, sono prededucibili;
- 2) Gli atti, i relativi pagamenti e le garanzie concesse dall'azienda sui propri beni sono esenti da revocatoria fallimentare (ex art. 67 c. 3 L. Fall.); infatti, l'omologazione dell'accordo offre una protezione sulla revocatoria (analoga a quella del concordato preventivo), la quale

permane anche in caso di successivo fallimento. Tuttavia, rimangono soggetti a revocatoria le operazioni nei confronti dei creditori che non hanno sottoscritto l'accordo; gli atti, i pagamenti, e le eventuali garanzie concesse in virtù di un accordo non omologato.

2.4 Il concordato preventivo

La nuova riforma del concordato preventivo (art. 36, d.l. 273/2005) ha profondamente modificato l'istituto, in quanto ritenuto troppo rigido e farraginoso: al concordato potevano infatti accedere solo gli imprenditori ritenuti "meritevoli", ed erano inoltre stabilite soglie minime per il soddisfacimento dei creditori chirografari (totali nel caso dei creditori privilegiati); sicché l'istituto era scarsamente utilizzato, oppure rendeva praticamente inevitabile il fallimento dell'imprenditore.

Con il nuovo istituto, l'imprenditore può richiedere l'applicazione del concordato appena si trovi in "stato di crisi", dove per stato di crisi si intende, come riporta l'art. 160, c.3, L. Fall., anche lo stato di insolvenza, ma non è quindi necessario sia già insolvente.

L'imprenditore può proporre ai suoi creditori un concordato che può prevedere (art. 160 L. Fall.):

- La ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma (anche tramite cessione di beni, accollo, o altre op. straordinarie);
- L'attribuzione a un assuntore (che possono essere gli stessi creditori) delle attività dell'impresa. L'assuntore, in sostanza, si accolla i debiti dell'imprenditore fallito;
- La suddivisione dei creditori in classi secondo posizione giuridica (quindi bisognerà tenere conto di una posizione chirografaria o privilegiata del credito);
- Trattamenti differenziati tra creditori appartenenti a classi diverse (art. 160 c.2, L. Fall): la proposta può anche prevedere che i creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca non siano soddisfatti integralmente, ma devono comunque ottenere una soddisfazione in misura non inferiore a quella che realizzerebbero in virtù della loro collocazione preferenziale.

La nuova riforma ha, in concreto, fatto venir meno la "funzione liquidatoria" dell'istituto, preferendo invece come fine un ripristino dell'attività aziendale (in particolar modo il c.d. concordato in continuità aziendale art. 186-bis L. Fall).

La domanda di ammissione dev'essere presentata nella cancelleria del tribunale dove ha luogo la sede principale dell'impresa e, oltre alla proposta, dovranno essere allegati:

- Una relazione aggiornata sulla situazione patrimoniale/economico/finanziaria dell'impresa;
- Uno stato analitico ed estimativo delle attività, e l'elenco di tutti i creditori con relative cause di prelazione;

- Il valore dei beni ed eventuali creditori particolari di soci illimitatamente responsabili;
- Un piano che deve contenere una descrizione analitica di come si darà seguito alla proposta.

Il tutto dev'essere, ai sensi dell'art 161 L. Fall, corredato da una relazione di un professionista (in possesso dei requisiti di cui all'art. 67 L. Fall) che attesti la veridicità/fattibilità del piano.

Al già menzionato concordato "ordinario" esiste, dal 2012, anche la possibilità di presentare una domanda di ammissione "con riserva", e di presentare quindi successivamente il relativo piano e proposta.

La presentazione della domanda nella cancelleria del tribunale comporta due effetti immediati:

- La c.d. "cristalizzazione dei crediti" che abbiamo già visto con riguardo alla procedura fallimentare;
- La disapplicazione per S.p.A. e s.r.l. della disciplina relativa all'obbligo di intervenire se le perdite superano 1/3 del capitale sociale;
- La soggezione del debitore a una sorta di "gestione controllata";
- L'applicazione delle regole su: contratti in corso d'esecuzione (art. 169-bis L. Fall), finanziamenti (art. 182-quinquies, c. 1 3, L. Fall), e pagamenti di debiti anteriori (art. 182-quinquies, c.4, L. Fall).

Dalla pubblicazione della domanda invece, ricorrono altri effetti:

- Divieto per i creditori (con titolo o causa anteriore) di iniziare eventuali azioni esecutive/cautelari sul patrimonio del debitore;
- La sospensione dei termini di prescrizione e decadenza;
- L'inefficacia di ogni diritto di prelazione sorto in seguito alla pubblicazione, e l'inefficacia di eventuali ipoteche iscritte nei trenta giorni precedenti;
- La retrodatazione del c.d. "periodo sospetto" ai fini della revocatoria fallimentare.

A questo punto avviene la deliberazione dei creditori: il concordato è approvato se è votato dalla maggioranza che rappresenta i crediti ammessi al voto (art. 177, c.1, L. Fall): è quindi possibile che il quorum si raggiunga con un solo creditore. Dal voto sono ovviamente esclusi, ai sensi dell'art. 177, c.4, L. Fall., i famigliari del debitore (ovvero coniuge, parenti e affini fino al quarto grado).

A quel punto il piano è pronto per essere omologato: se non sono previste opposizioni, il tribunale si limita alla verifica della regolarità della procedura (e non il contenuto) e lo omologa ai sensi dell'art. 180, c.3, L. Fall.

L'omologazione, che deve avvenire entro i sei mesi dalla data del ricorso, decreta la chiusura della procedura, e il concordato diventa quindi vincolante per tutti i creditori (anche dissenzienti) anteriori alla data di pubblicazione della domanda nel registro delle imprese.

Se, invece, dovesse respingere il concordato sui presupposti di cui agli artt. 1-5 L. Fall., dichiara il fallimento del debitore.

Un'ulteriore riforma è stata fatta con la Legge 19 ottobre 2017 n. 55 che prevede:

- "L'ammissibilità esclusiva di proposte liquidatorie quando è atteso l'apporto di risorse esterne che aumentino, in misura apprezzabile, la soddisfazione dei creditori";
- "Sempre nel caso del concordato liquidatoria è previsto ora l'obbligo di soddisfare almeno al 20% l'ammontare degli importi detenuto dai creditori chirografari";
- "Si procede alla revisione della disciplina delle misure protettive (includendovi la possibilità di revoca), su ricorso degli interessati, nel caso che non arrechino alcun beneficio al buon esito della procedura";
- "Fissa le modalità di accertamento (e verifica della fattibilità del piano di concordato)";
- "Nel caso di presenza di creditori assistiti da c.d. "garanzie esterne", è previsto l'obbligo della suddivisione, in classi, dei creditori";
- "Attribuisce ulteriori poteri di verifica al tribunale (che ora decide anche sulla fattibilità del piano economico), ma tuttavia deve sempre tenere in conto gli eventuali rilievi del commissario giudiziale";
- "Sopprime l'adunanza dei creditori (previa regolamentazione del voto telematico, e relativo contradittorio su richiesta delle parti)";
- "Nell'eventualità che un creditore risulti titolare di un ammontare di crediti pari o superiori alla maggioranza di quelli ammessi al voto, è previsto un sistema di calcolo delle maggioranze anche "per teste", con relativa disciplina circa le situazioni di conflitto d'interessi";
- "Disciplina il diritto di voti dei creditori con diritto di prelazione (nel caso il pagamento sia dilazionato), e dei creditori che vengono soddisfatti con utilità diverse dal denaro";
- "Integra la disciplina relativa ai rapporti pendenti (presupposti della sospensione, presentazione del piano...)";
- Con riguardo alla disciplina del concordato con continuità aziendale, prevede:
 - La presenza, nel piano, di una moratoria per il pagamento dei creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca, per un periodo di tempo superiore all'anno (a meno che non sia programmata la liquidazione dei beni/diritti sui quali esistono le cause di prelazione);
 - L'applicazione della disciplina anche nell'eventualità della continuità aziendale e al contempo vengano liquidati i beni non funzionali all'esercizio della stessa, nel caso si ritenga che i creditori possano essere soddisfatti in misura maggiore dal ricavato prodotto dalla continuità aziendale;

- L'applicazione della disciplina anche nel caso di affitto d'azienda (se questo è stato stipulato anteriormente alla data di richiesta del concordato);
- La previsione di una maggiore determinatezza circa la fase di esecuzione del piano (con riguardo anche agli eventuali effetti purgativi e alla deroga alla solidarietà passiva ex art. 2560 c.c.);
- Riordina la disciplina della revoca, dell'annullamento e della risoluzione del concordato; quest'ultima, in particolare, può essere ora richiesta dal commissario giudiziale (sempre su istanza del creditore);
- Prevede il riordino e la semplificazione dei vari metodi di finanziamento alle imprese in crisi, e riconosce la prededuzione di eventuali finanziamenti, autorizzati dal giudice, nel caso di successiva liquidazione;
- Esplicita i presupposti, la legittimazione e gli effetti dell'azione sociale di responsabilità, e dell'azione dei creditori sociali;
- Impone agli organi della società di dare immediata esecuzione al piano omologato, stabilendo che, in caso di comportamenti atti a determinarne un ritardo, l'attuazione ossa essere affidata ad un amministratore nominato dal tribunale;
- La previsione di operazioni straordinarie durante la procedura (trasformazione, fusione, scissione);
- L'eventuale opposizione dei creditori può essere proposta solamente durate il controllo giudiziale circa la legittimità della domanda concordataria;
- Gli effetti delle operazioni sono ora irreversibili, anche nell'eventualità in cui il concordato sia annullato o risolto, fatto salvo il diritto dei soci e/o terzi danneggiati ad avere un risarcimento;

2.5 La composizione della crisi da sovraindebitamento

La legge 3/2012 cerca in qualche modo di adeguare il nostro ordinamento a quelli stranieri, prevedendo la nuova disciplina che regola i casi da sovraindebitamento.

La ratio della norma è essenzialmente quella di aiutare il debitore a sistemare le proprie pendenze debitorie, anche se non integralmente, al fine di consentigli, se meritevole, un nuovo inizio. Le disposizioni della norma sono rivolte agli imprenditori commerciali (se non superano le soglie dell'art. 1 L. Fall), agli imprenditori agricoli, e anche ai non imprenditori per casi di credito al consumo.

Il presupposto oggettivo del sovraindebitamento è disciplinato dall'art. 6, c. 1, lett. A, L. 3/2012, e cioè: "la situazione di perdurante squilibrio tra le obbligazioni assunte e il relativo patrimonio

liquidabile per farvi fronte, che determina la rilevante difficoltà di adempiere le proprie obbligazioni, ovvero l'incapacità di adempierle regolarmente".

La crisi può essere risolta attraverso l'utilizzo di tre diverse procedure:

- L'accordo di ristrutturazione dei debiti:
- Il piano di ristrutturazione (che non va confuso con l'accordo di ristrutturazione dei debiti);
- La liquidazione del patrimonio.

L'accordo è un contratto che stipulano il debitore e i suoi creditori con l'ausilio di un organismo di composizione della crisi (i requisiti sono elencati dall'art. 15, 1. 3/2012).

Si sostanzia per prevedere l'integrale pagamento dei crediti impignorabili, nonché di: tributi UE, Iva e ritenute operate e non versate; scadenze e modalità di pagamento degli altri crediti; eventuali garanzie rilasciate da terzi; modalità di liquidazione dei beni futuri; l'eventuale affidamento del patrimonio ad un gestore incaricato di liquidarlo e ripartirlo tra i creditori; la ricostruzione della posizione fiscale e delle cause del debitore.

L'accordo produce i suoi effetti una volta omologato dal giudice, e l'omologazione deve avvenire entro sei mesi dalla proposta. A quest'ultima, tuttavia, possono opporsi tutti gli interessati (art. 12 L. 3/2012), ma il giudice può omologarlo ugualmente se ritiene che i creditori sarebbero soddisfatti in una misura non inferiore a quanto si verificherebbe nel caso di liquidazione del patrimonio.

Il piano di ristrutturazione dei debiti invece è prerogativa esclusiva dei consumatori, ma ha una disciplina molto simile a quella del sopramenzionato accordo di ristrutturazione.

La differenza concerne, vista la "debolezza" del soggetto, al fatto che l'omologazione dell'accordo non necessiti del consenso dei creditori; il giudice, tuttavia, può comunque respingerlo se, ai sensi dell'art 12-bis, L. 3/2012, il debitore ha colposamente determinato il suo sovraindebitamento ovvero abbia assunto obbligazioni che sapeva già ex ante di non poter adempiere.

La liquidazione, disciplinata dall'art. 14-ter ss. 1. 3/2012, avviene nell'eventualità in cui le altre opzioni non siano andate a buon fine o fossero impraticabili.

L'istituto ha molte similitudini con l'istituto del fallimento: prevede lo spossessamento del debitore, la nomina di un liquidatore, la formazione del passivo e le modalità con cui sarà liquidato il tutto.

Il ricorso all'istituto della liquidazione avviene in maniera "diretta" (ma a chiederlo può essere solo il debitore), oppure indirettamente per volontà del giudice nei casi di annullamento dell'accordo, o di mancata attuazione dell'accordo o del piano.

2.5 La riforma della crisi d'impresa

Il D. Lgs. 14/2019 relativo al "Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza" ha rivoluzionato il nostro ordinamento giuridico: innanzitutto è stata abolita la parola "fallimento" dai relativi testi, preferendosi l'espressione "liquidazione giudiziale" come estrema misura da prendere nella crisi d'impresa.

La legge in questione è stata pubblicata nella Gazzetta Ufficiale il 14 febbraio 2019 (n. 38), i primi effetti sono entrati in vigore a 30 giorni dalla pubblicazione, mentre le novità più importanti entreranno in vigore il 15 agosto 2020 (peraltro alcune norme, relative ai nuovi sistemi di allerta agli Organismi di composizione della crisi d'impresa, sono state ulteriormente rinviate al 15 febbraio 2021). Il fine che ha spinto il legislatore a questa rivoluzione è stato quello, fondamentalmente, di adeguarsi agli altri sistemi vigenti in Europa, dando alle imprese strumenti fondamentali per prevenire e/o contenere gli effetti delle crisi aziendali.

La ratio del nuovo Codice è duplice:

- Da una parte, come poc'anzi richiamato, cerca di facilitare una diagnosi precoce circa le difficoltà che può avere un'impresa. L'obiettivo è quindi quello di evitare che si arrivi troppo tardi a percepire la crisi aziendale, quando magari versa già in uno stato di crisi irreversibile.
 Ciò è reso possibile dall'istituzione di una "procedura di allerta" con l'OCRI (l'Organismo di Composizione della Crisi);
- Tutelare la capacità imprenditoriale di fronte al fallimento dell'impresa.

I punti salienti, alcuni già richiamati, della norma sono i seguenti:

- La sostituzione del termine fallimento con "liquidazione giudicale": sostituzione fatta fondamentalmente per evitare lo stigma sociale di "fallito" al debitore;
- L'introduzione di un "sistema di allerta", al fine di consentire una pronta emersione della crisi aziendale, verrà quindi data priorità alla continuità aziendale e verranno favorite le proposte che comportino il superamento della crisi;
- Si privilegiano le procedure alternative rispetto a quelle dell'esecuzione giudiziale, le quali verranno usate solo in extrema ratio;
- Sono state semplificate le procedure relative alle disposizioni in materia concorsuale, e si prevede inoltre la relativa riduzione di tempi e costi;
- Si istituisce, al Ministero della Giustizia, un albo di soggetti che saranno autorizzati (dal tribunale) a svolgere funzioni di controllo e gestione nell'ambito delle procedure concorsuali;
- Si rafforza la tutela dei dipendenti in caso di insolvenza del datore di lavoro.

Particolare attenzione riguarda l'obbligo di nomina degli organi di controllo nelle società che:

- Sia già tenuta alla redazione del bilancio consolidato;
- Controlla una società obbligata alla revisione legale dei conti;
- Ha superato, per due esercizi consecutivi, almeno uno dei seguenti limiti:
 - o Totale dell'attivo stato patrimoniale: 2 milioni di euro;
 - o Ricavi delle vendite: 2 milioni di euro;
 - O Dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 10 unità.

L'obbligo di nominare organi di controllo rientra nella ratio della norma, ovvero quella di poter intervenire immediatamente ai primi sentori di una crisi aziendale.

Con riguardo agli istituti che abbiamo visto precedentemente, verranno riassunte le principali novità.

Gli accordi di ristrutturazione dei debiti

L'art. 67, c.2, d.lgs. 14/2019 prevede che il debitore possa proporre, ai rispettivi creditori, un piano di ristrutturazione dei debiti al fine di superare la crisi. La principale novità riguarda la redazione dell'atto che viene ora redatta con l'ausilio di un Organismo di composizione della crisi. È rimasta la facoltà di determinarne liberamente il contenuto, fatte salve alcune indicazioni (art. 67, c.2):

- Il riassunto delle somme dovute e delle cause di prelazione di tutti i creditori coinvolti;
- La consistenza (e la composizione) del patrimonio del debitore;
- Gli eventuali atti di straordinaria amministrazione compiuti dal debitore negli ultimi 5 anni;
- Le dichiarazioni dei redditi degli ultimi 3 anni;
- Gli stipendi, le pensioni, i salari e tutte le entrate del debitore (e del suo nucleo famigliare), con l'indicazione di quanto occorre al mantenimento del nucleo.

Non è più prevista l'attestazione di fattibilità, così come prevista dalla legge 3/2012.

È inoltre possibile, attraverso la riforma, fare la ristrutturazione dei debiti contratti per finanziamenti come la cessione del quinto dello stipendio, del TFR, della pensione ecc.

L'art. 67, c. 5, d.lgs. 14/2019 porta inoltre un'altra novità rappresentata dalla "sottrazione alle regole del concorso per il rimborso delle rate a scadere del mutuo garantito da ipoteca iscritta sull'abitazione principale". Il debitore, quindi, può provvedere al rimborso della rata del mutuo ipotecario se, alla data di scadenza, egli:

- Abbia adempiuto alle proprie obbligazioni;
- Il giudice lo autorizzi esplicitamente.

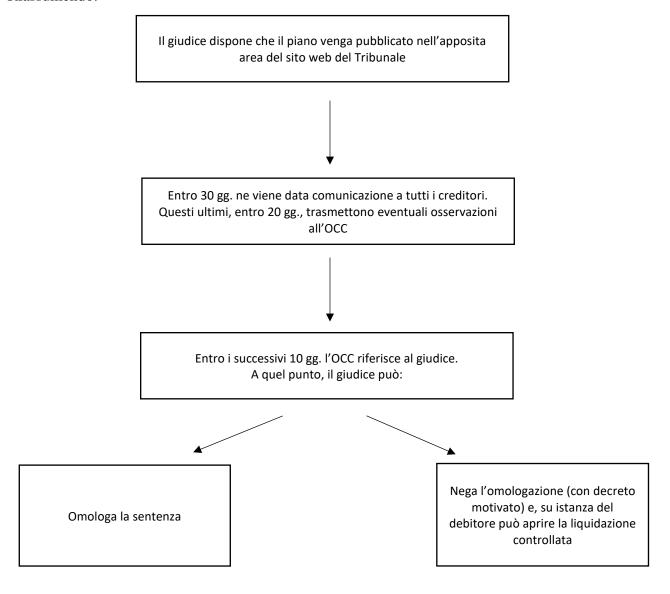
La presentazione del piano non ritiene più necessaria la presenza di un difensore per il debitore (art. 68, c.1, ultimo alinea). La legge 3/2012, a dire il vero, non prevedeva espressamente la presenza di un difensore, motivo per cui la giurisprudenza si era sempre divisa sul merito.

L'OCC, nella relazione, deve valutare anche il comportamento dei finanziatori; e cioè deve capire se hanno concesso un finanziamento con negligenza aggravando una già disastrata situazione debitoria del soggetto. La nuova disciplina quindi, art. 69, c.2, d.lgs. 14/2019, sanziona anche il comportamento del creditore se non abbia valutato correttamente il merito creditizio del debitore. Se ritenuto colpevole, viene escluso il suo diritto di:

- Presentare opposizione/reclamo in sede omologa, benché dissenziente;
- Far valere eventuali cause di inammissibilità (a meno che non derivino da un comportamento doloso del debitore).

L'art. 69, c.2, d.lgs. 14/2019 non prevede la necessità dell'omologazione del piano da parte dei creditori, in quanto la ratio della norma consiste nella tutela del consumatore.

Riassumendo:



L'OCC, inoltre, durante l'esecuzione del piano, ha compiti di vigilanza, di risoluzione di eventuali difficoltà, di presentare un rendiconto al termine dell'esecuzione.

Il concordato preventivo

I principi espressi dalla Legge n. 55 del 19 ottobre 2017, ultima rilevante modifica fatta all'istituto del concordato preventivo, sono stati ovviamente recepiti nel D. Lgs. 14/2019.

Nella nuova riforma è stata data ulteriore valorizzazione al concordato in continuità (diretta o indiretta), nel caso si applichi quest'ultima il piano deve prevedere il mantenimento (o la riassunzione) di un numero che sia almeno pari alla metà delle media di quelli impiegati negli ultimi 2 esercizi.

L'art. 84, inoltre, precisa le condizioni di ammissibilità della domanda di concordato liquidatorio predisponendo, oltre alla liquidazione del patrimonio, la necessità di mettere a disposizione risorse ulteriori rispetto a quelle rappresentate dal patrimonio del debitore.

Il sovraindebitamento

Il nuovo codice della crisi d'impresa (CCI) definisce il sovraindebitamento come "lo stato di crisi (o di insolvenza) del consumatore, del professionista, dell'imprenditore minore, dell'imprenditore agricolo, delle start-up innovative (...) e di ogni altro debitore non assoggettabile alla liquidazione giudiziale ovvero alla liquidazione coatta amministrativa, o altre procedure liquidatorie previste dal c.c. o da leggi speciali per il caso di crisi o di insolvenza" (art. 2, l. c, d.lgs. 14/2019).

In sostanza, le principali novità riguardano:

- La sostituzione del "piano del consumatore" con il "piano di ristrutturazione dei debiti (artt. 67 73);
- La sostituzione "dell'accordo di composizione della crisi" con il "concordato minore" (artt. 74-83);
- La sostituzione della "liquidazione del patrimonio" con la "liquidazione controllata del debitore" (artt. 268 277).

Una delle maggiori novità riguarda l'estensione della procedura ai familiari: l'art. 66 d.lgs. 24/2019 cita infatti "i membri della stessa famiglia" intendendo il coniuge, i parenti entro il 4° grado, gli affini entro il secondo, le parti dell'unione civile, i conviventi di fatto.

Anche la definizione di "consumatore" ha subito un'estensione nel termine, e ora riguarda anche i soci illimitatamente responsabili di s.n.c., s.a.s., s.a.p.a.; purché si tratti di debiti estranei a quelli sociali (art. 2, lett. E, d.lgs. 14/2019). È previsto espressamente che la procedura estenda i suoi effetti

anche nei confronti dei soci illimitatamente responsabili (art. 65, c.4, d.lgs. 14/2019); mentre nella precedente disciplina l'estensione risultava esclusa.

Inoltre, la nomina dell'attestatore (per la redazione dell'eventuale piano) è ora facoltativa (art. 65, c. 4, d.lgs. 14/2019).

CAPITOLO 3

LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE IN CRISI

3.1 La valutazione delle aziende in crisi

La difficoltà insita nella valutazione di un'azienda dipende – come peraltro già ricordato nel capitolo 1 – da una molteplicità di fattori: la scelta dei metodi e i relativi i problemi derivanti dall'applicazione "pratica" sono solo i più evidenti, ma bisogna anche ricordare l'incertezza legata alla situazione aziendale, del particolare mercato in cui opera, nel contesto esterno e ultimo – ma non in ordine d'importanza – anche dalla soggettività derivante dall'analista incaricato.

Tale incertezza valutativa viene amplificata nel caso di valutazione di piccole e medie imprese (a causa essenzialmente della minore qualità di informazioni che si possono reperire) e soprattutto nel caso dell'azienda in crisi, come peraltro testimonia la numerosa dottrina andatasi a sviluppare negli anni. Due, in particolar modo, sono gli approcci maggiormente seguiti:

- Approccio finanziario "puro": si ipotizza il proseguimento dell'attività aziendale e quindi si
 fa una stima dei relativi flussi di cassa attesi; che saranno ovviamente negativi all'inizio,
 e poi, con il passare del tempo, via via positivi. Con questo approccio i flussi vengono
 attualizzati al tasso free risk (quando sono negativi), e al costo del capitale (quando sono
 positivi);
- Approccio "misto" (con stima autonoma dell'avviamento): si focalizza sul valore degli intangibili residui, calcolati nella differenza tra il valore di liquidazione e il valore che si realizzerebbe nell'eventualità di proseguimento dell'attività d'impresa. Una parte della dottrina, tuttavia, esclude la possibilità di attribuzione di valore a specifici beni immateriali fatta salva l'ipotesi in cui le perdite siano occasionali e, comunque, riassorbibili in un breve lasso temporale.

I diversi modelli esposti nel capitolo 1 hanno la necessità di essere rivisitati in base alla specifica peculiarità aziendale oggetto di valutazione: la scelta del metodo, quindi, dipende non solo dalla capacità dello stesso di considerare le varie particolarità aziendali, ma anche dal fatto se la stessa è in bonis ovvero in crisi.

Quest'ultimo "stato" sarà il punto focale del capitolo che illustrerà i vari passi – e relative metodologie – da seguire, successivi, appunto, alla crisi aziendale, e in particolare nel caso si intenda cedere l'azienda, risanarla, oppure procedere alla sua liquidazione.

3.2 Definizione e contesto valutativo

Cosa si intende per azienda in crisi?

Diverse discipline si sono occupate, nel corso degli anni, di dare una definizione esaustiva del fenomeno; ma ognuna ha in realtà approfondito alcuni aspetti e ne ha trascurati altri, fornendo quindi svariate definizioni di "crisi d'impresa". Facendo un breve excursus storico possiamo notare come il concetto di crisi d'impresa sia cambiato nel tempo: nella società preindustriale – e quindi negli anni del mercantilismo – essa coincideva sostanzialmente con il concetto di fallimento, con la nascita del sistema capitalistico la crisi d'impresa viene quindi identificata con la mancanza di profitto e la sua conseguente espulsione dal mercato. Ai nostri tempi, invece, indica essenzialmente "l'incapacità dell'impresa di far fronte alle proprie obbligazioni" e, con le varie riforme del diritto, vengono previste numerose possibilità di risanamento; il fallimento, quindi, diventa solo l'estrema ratio.

Nel corso degli anni si sono sviluppati essenzialmente due filoni principali volti a definire i tratti della crisi d'impresa:

- L'ambito degli studi economici, che trova la sua massima espressione nel periodo tra il XIX secolo e la prima metà del XX secolo, ma approfondisce il fenomeno solamente da un punto di vista generico;
- L'ambito aziendalistico, che trova il massimo sviluppo negli anni successivi al secondo dopoguerra, che si evolve in ulteriori due filoni: il primo che cerca di prevedere le crisi, e il secondo che invece incorpora tutti gli studi relativi alle svariate problematiche di gestione inerenti all'impresa.

Riguardo a quest'ultimo filone, Buttignon⁵⁹, in particolare, definisce la crisi come "situazione nella quale l'attività dell'impresa distrugge valore economico, dapprima per gli azionisti e, in seguito, per gli altri stakeholder". Dal suo punto di vista la crisi si manifesta nell'incapacità progressiva dell'impresa di far fronte alle proprie obbligazioni.

L'ambito aziendalistico considera, in linea di massima, la crisi quale punto di rottura di un equilibrio aziendale, la cui soluzione dipende essenzialmente dalla gravità della stessa e dalla tempestività con cui la si affronta.

Per comprendere i motivi per cui si manifesta bisogna partire da due diverse tipologie di approcci:

• L'approccio soggettivo che imputa a errori della componente umana – e in particolare al management e agli azionisti – lo stato di crisi;

⁵⁹ Buttignon F., "Il governo delle crisi d'impresa in Italia alla luce del nuovo quadro normativo: una riflessione introduttiva", Rivista dei dottori commercialisti, 2008, n. 2, pp. 243 - 281

- L'approccio oggettivo che considera, oltre alle cause soggettive, anche ulteriori motivazioni suddividendole in cinque diverse crisi, in base alle cause che le provocano:
 - O Crisi da inefficienza: dovute allorquando una o più aree aziendali (essenzialmente le aree produttive) operano con rendimenti inferiori rispetto a quelli dei competitors. È necessario capire, il prima possibile, se tale inefficienza è dovuta all'obsolescenza dei macchinari, sovra/sotto capacità produttiva, opportunismo e/o sovraccapacità del personale;
 - Crisi da sovracapacità o eccessiva rigidità produttiva: che traggono origini da, appunto, un eccesso di capacità produttiva che però molto spesso (si pensi al mercato dell'acciaio) dipende da fattori esterni quali eccessiva offerta, calo della domanda, perdita di quote di mercato;
 - Crisi da decadimento dei prodotti: essenzialmente dovuta al fatto che il mix di prodotti offerti dall'azienda non è più competitivo e quindi non è più in grado di reggere il confronto con la concorrenza. Le cause dipendono da mancati (o insufficienti) investimenti in R&S, insuccessi nei prodotti lanciati, concorrenza più rapida ed efficace;
 - Crisi da mancata innovazione e programmazione: ovvero la perdurante incapacità di sfruttare le nuove opportunità di crescita che ci sono nel mercato, ovvero la mancata flessibilità dell'adeguare struttura competitiva e strategie ai mutamenti esterni;
 - Crisi da squilibrio finanziario: dovuta, semplicemente, ad un perdurante squilibrio tra entrate e uscite.

Quale che sia la natura della crisi è essenziale ricordare che può essere reversibile o irreversibile, dove per Sciarelli⁶⁰ la prima è tale quando è di natura finanziaria, mentre la seconda riguarda problematiche di tipo economico/finanziario, e cioè ad uno squilibrio nella gestione finanziaria se ne associa anche uno di natura economica consistente nell'incapacità dell'impresa di remunerare i fattori produttivi impiegati.

Indipendentemente dalla conclusione, Guatri⁶¹ ha sintetizzato quattro stadi che caratterizzano la crisi d'impresa:

- 1. Incubazione;
- 2. Maturazione;
- 3. Ripercussioni finanziarie e sulla fiducia;
- 4. Conseguenze per gli stakeholder.

⁶⁰ Sciarelli S., Crisi d'impresa, Cedam, 1995, Padova

⁻

⁶¹ Guatri L., "Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore", Egea, 1995, Milano

L'incubazione è il primo stadio e si manifesta, solitamente, tramite una minor produttività/riduzione del fatturato, o dalla mancanza di adeguate politiche finanziarie interne all'impresa. Tuttavia, con le giuste contromisure, la crisi può essere risolta in un ragionevole lasso temporale.

Successivamente abbiamo lo stadio della maturazione, che avviene quando il perdurare della crisi inizia ad intaccare le risorse aziendali. Si manifesta dapprima con la carenza di liquidità, e in seguito con l'assorbimento di riserve e/o capitale proprio.

Il perdurare dell'incapacità dell'impresa di far fronte alle proprie obbligazioni porta alla terza fase, ovvero l'insolvenza dell'impresa. Può essere temporanea (se le prospettive economiche sono favorevoli o il capitale netto è ancora positivo) oppure, se non rimediabile, porta inevitabilmente al quarto stadio, cioè il dissesto.

In letteratura esistono numerosi strumenti utilizzati al fine di individuare tempestivamente la crisi, e possono essere ridotti a tre grandi gruppi:

- Metodi basati sull'intuizione;
- Metodi basati sugli indici di bilancio;
- Modelli di analisi empirico/previsionale.

I metodi basati sull'intuizione prendono ad analisi i fattori esterni di crisi, quali, ad esempio, l'appartenenza a settori in difficoltà o superati, perdite di quote di mercato, presenza di perdite nei bilanci, incapacità del management. Saperli riconoscere permette non solo di intervenire tempestivamente in una crisi conclamata, ma anche, eventualmente, anticiparla prima che si manifesti.

Sirleo ha realizzato una tabella riassuntiva con tutti gli indicatori, il grado di riconoscibilità e la possibilità di intervento, qui di sotto riportata:

INDICATORI	RICONOSCIBILITÀ ESTERNA	POSSIBILITÀ DI INTERVENTO
Appartenenza a settori maturi o	***	*
decadenti		
Appartenenza a settori in difficoltà	***	*
per caduta della domanda		
Perdita di quote di mercato	**	**
Inefficienze produttive	*	***
Inefficienze commerciali	**	***
Inefficienze amministrative	*	***
Inefficienze organizzative	*	***
Inefficienze finanziarie	**	**
Rigidità dei costi	**	**

Carenze di programmazione	*	***
Scarsi costi di ricerca	**	***
Scarso rinnovo di prodotti	**	**
Squilibri finanziari	***	**
Squilibri patrimoniali	***	**
Blocco dei prezzi	***	*
LEGENDA		
*: minima		
**: media		
***: elevata		

G. Sirleo, La crisi d'impresa e i piani di ristrutturazione, 2009, Aracne Editrice, Roma

I metodi basati sugli indici di bilancio utilizzano, appunto, i noti indici (ROI, ROA, ROE ecc...) per cercare di prevedere un'eventuale crisi futura dell'impresa. Per la sua precisione e semplicità è il metodo più usato nella prassi professionale, anche se rimane una componente discrezionale del valutatore nell'utilizzare gli indici che ritiene più opportuni, e attribuire ad essi punteggi e range differenti.

L'ultimo gruppo riguarda i modelli di analisi empirico/previsionale, tra i quali spicca lo "Z score" di Altman⁶², e cioè un'equazione di primo grado il cui risultato viene poi comparato con altri parametri al fine di capire se l'impresa si colloca nell'area di "presumibile insolvenza", "potenziale solvibilità", o nella c.d. "zona grigia", quando non è possibile esprimere un giudizio definitivo.

La formula è la seguente:

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 0.99X_5$$

Dove:

Z = indice generale relativo allo stato di salute dell'azienda;

 X_1 = rapporto tra il capitale circolante e il totale delle attività;

 X_2 = rapporto tra utile non distribuito e il totale delle attività;

 X_3 = rapporto tra utile (EBIT) e il totale delle attività;

 X_4 = rapporto tra il valore di mercato del captale e il totale delle passività;

 X_5 = rapporto tra vendite e il totale delle attività.

Una volta risolta l'equazione se Z<1,81 c'è un'alta probabilità d'insolvenza; se invece è compreso tra 1,81>Z<2,99 è la c.d. zona grigia, e va quindi ulteriormente analizzata; se Z>2,99 allora l'impresa gode di ottima salute.

 $^{^{62}}$ Altman E.I., Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy, Journal of Finance, n. 23, 1968, pp. 589-609

Una volta che si è individuato, attraverso le varie metodologie sopraesposte, lo stato di crisi dell'impresa, è possibile valutarne le problematiche e vedere se, eventualmente, esiste la possibilità di risanamento (c.d. turnaround). È bene precisare che non sempre può essere la soluzione più conveniente per l'imprenditore, in quanto lo stesso potrebbe essere costretto a supportare costi che superano il valore dell'impresa.

Le principali strategie di risanamento sono:

- Ristrutturazione = la quale prevede l'intervento sul prodotto/mercato di riferimento cercando
 di migliorare l'efficienza produttiva. Per tali motivi è anche la strategia di più facile
 attuazione, in quanto non richiede lo sviluppo e la ricerca di nuovi mercati/clienti ma solo
 eventuali investimenti al fine di ammodernare la struttura produttiva/commerciale;
- Riconversione = che si fonda sull'innovazione ed è preferibile quando sono evidenti errori
 strategici o una prolungata crisi del settore di riferimento. Gli investimenti sono decisamente
 maggiori rispetto alla ristrutturazione in quanto c'è il rinnovo di gran parte degli impianti
 produttivi, ed eventualmente la ricerca di nuovi clienti/mercati che necessitano nuove reti
 distributive;
- Ridimensionamento = allorquando l'impresa decide di focalizzarsi in specifiche nicchie di
 mercato, o di concentrarsi su business ad un più alto margine di profittabilità. È scelta in
 genere nei casi di sovracapacità produttiva, crolli di domanda, o in seguito a diversificazioni
 aziendali andate male;
- Riorganizzazione = riguarda essenzialmente la struttura aziendale e il personale, e per tale motivo può essere utilizzata in aggiunta alle altre strategie ivi menzionate.

3.3 La scelta del metodo nel caso della continuità aziendale

Le difficoltà nella scelta del metodo, che abbiamo già visto in precedenza, sono ulteriormente amplificate nell'ipotesi di crisi aziendale in quanto alcuni metodi risultano di scarsa affidabilità e applicabilità. È il caso, ad esempio, dei metodi diretti basati sui moltiplicatori, oppure anche del metodo finanziario DCF, il quale dimostra tutti i suoi limiti nel caso vi sia la necessità di ricorrere a politiche finanziarie che impattano – in maniera significativa – sui flussi di cassa prospettici⁶³.

Nelle "Linee guida per la valutazione di aziende in crisi" di CNDCEC – SIDREA viene sottolineato come non possa esistere un metodo migliore di altri in quanto "dipende dalla base documentale e dal contesto aziendale di riferimento". E, inoltre, particolare rilevanza viene data alla stima che deve

⁶³ Massari M., Zanetti L., Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario, 2008, McGraw-Hill, Milano

effettuare l'esperto, la quale non può prescindere il principio di prudenza (specie con riguardo alla stima di valore di un patrimonio nel caso di un'azienda che sia già nel mezzo di una procedura concorsuale).

I principali metodi che possiamo applicare possono essere riassunti in:

- Metodo reddituale;
- Metodo patrimoniale;
- Metodo misto con stima autonoma dell'avviamento;
- Metodo misto con rivalutazione controllata dei cespiti.

IL METODO REDDITUALE

Nei casi di dissesto o anche solo di disequilibrio economico, i metodi reddituali risentono del fatto che lo stesso è in genere negativo (come può esserlo il valore stesso dell'azienda nell'eventualità, ad esempio, in cui i costi di ristrutturazione aziendali superino il valore ottenibile in caso di liquidazione). Per tale motivo, l'utilizzo del metodo, nel caso di crisi aziendale, richiede che si prendano in considerazione gli eventuali costi di una ristrutturazione aziendale.

I metodi reddituali – come già menzionato nel cap. 1 – si suddividono in un approccio di tipo equity nel caso si stimi il capitale proprio, ovvero nell'approccio di tipo entity nel caso si stimi il valore del capitale investito netto (a cui andrà sottratta la posizione finanziaria netta per trovare il valore economico del capitale.

La formula, nel caso di un approccio equity side, è la seguente:

$$VA = \frac{RN'}{k} + Vba$$

Dove:

VA = valore economico del capitale aziendale

RN' = reddito netto medio prospettico

K = è il tasso di capitalizzazione del reddito netto medio prospettico

Vba = valore corrente di mercato dei beni accessori

Nella versione entity, la formula da applicare è la seguente:

$$VA = \left[\frac{RO'}{wacc} - Df\right] + Vba$$

Dove:

VA = valore economico del capitale aziendale

RO' = reddito operativo medio prospettico

Df = valore corrente dell'indebitamento finanziario

Wacc = tasso di capitalizzazione

Vba = valore corrente di mercato dei beni accessori

Le due formule sopra menzionate utilizzano entrambe la semplificazione in cui l'azienda ha durata illimitata, e quindi il valore finale dell'azienda sia prossimo allo zero.

Nell'eventualità si utilizzino le formule del metodo reddituale complesso, invece, bisognerà considerare il terminal value. La formula dell'approccio equity diventa quindi:

$$VA = \sum_{i=1}^{n} RN_i * (1+k)^{-i} + TV_i + Vba$$

Dove:

VA = valore economico del capitale

RN_i = flusso normale di reddito netto atteso nell'anno i-esimo

K = tasso di attualizzazione dei flussi reddituali

 TV_1 = terminal value

Vba = valore corrente di mercato dei beni accessori

Invece, per l'approccio entity side, la formula da utilizzare è:

$$VA = \left[\sum_{i=1}^{n} RO_{i} * (1 + wacc)^{-i} + TV_{unl} - Df\right] + Vba$$

Dove:

VA = valore economico capitale dell'azienda

RO_i = reddito operativo atteso nell'anno i-esimo

Wacc = costo medio ponderato del capitale

I = 1,2..., n sono gli anni relativi all'orizzonte temporale dei flussi

 $TV_{unl} = Terminal value unlevered$

Df = valore di mercato dei debiti finanziari

Vba = valore corrente di mercato dei beni accessori

Un ulteriore variazione avviene allorquando l'impresa necessiti di un piano di risanamento, e bisognerà quindi stimare nuovamente un reddito medio prospettico che tenga in considerazione anche gli investimenti necessari al ripristino di una condizione di economicità⁶⁴. In formula:

$$VA = \frac{RN'}{k}(1+k')^{-t} - Ir$$

Dove:

VA = Valore del capitale economico dell'azienda

RN' = Reddito medio prospettico a seguito del risanamento

Ir = Investimenti necessari al piano di risanamento

T = periodo di tempo entro cui sarà completato il progetto di risanamento

K = tasso di remunerazione del capitale proprio (è uguale al costo – opportunità dell'equity)

K' = tasso di attualizzazione (sarà maggiore o minore di k)

Nella formula appena elencata si assume implicitamente che gli investimenti per risanare il complesso aziendale vengano fatti, per semplicità, in un'unica soluzione. Nel caso invece gli investimenti interessino epoche successive alla stima del capitale economico, la formula da applicare è la seguente:

$$VA = \frac{RN'}{k} (1 + k')^{-t} - \sum_{i=1}^{n} Ir_i * v_i$$

Gli investimenti necessari per il risanamento vengono quindi effettuati in più epoche (i) fino all'anno n-esimo, e moltiplicati per il coefficiente di attualizzazione v_i.

IL METODO PATRIMONIALE

Il metodo patrimoniale, indipendentemente dalle sue varianti, è tendenzialmente il metodo più utilizzato nella pratica per le imprese prossime alla liquidazione, in quanto stima il valore netto degli asset (tangibili o intangibili) nell'ipotesi in cui questi vengano venduti.

Il metodo patrimoniale semplice stima, come già detto, il valore di tutti i beni materiali e immateriali presenti a bilancio. In formule:

⁶⁴ Romano M., "La valutazione d'azienda o di rami d'azienda nell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi", Riviste dei Dottori Commercialisti n. 2, 2000

$$V_e = K_0 = C + [\sum P - \sum M] (1 - t)$$

Dove:

V_e = Valore capitale economico

 K_0 = Capitale netto rettificato a valori correnti

C = Capitale netto contabile

P = Plusvalenze (che traggono origine da elementi patrimoniali)

M = Minusvalenze (che traggono origine da elementi patrimoniali)

T = L'aliquota fiscale da applicare al saldo (nell'eventualità esso sia positivo).

Il metodo patrimoniale complesso, invece, tiene conto anche dei beni immateriali non presenti a bilancio. In formule:

$$V_e = K'_0 + BI(1-t)$$

Dove:

K'₀ = Patrimonio netto rettificato (senza beni immateriali)

BI = Beni immateriali

Un'ulteriore variazione del metodo patrimoniale complesso è quella basata sul "going concern value" secondo cui – come riporta Guatri⁶⁵ – sebbene in crisi, l'impresa può avere comunque valori immateriali positivi, in quanto aprire ex novo un'impresa comporta dei costi (si pensi all'avviamento, ma anche alle economie di apprendimento del personale) che invece non esistono nel caso essa sia già in funzionamento, anche se versa in uno stato di crisi.

Il metodo del "going concern value", quindi, aggiunge al patrimonio netto rettificato il valore di tutti quegli elementi immateriali non contabilizzati per giungere a determinare il capitale economico. In formula può essere riassunto così:

$$VA = PNR + IA + Vba + V.C.R.$$

Dove:

VA = Valore economico del capitale dell'azienda;

PNR = patrimonio netto rettificato;

⁶⁵ Guatri L., "Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore", Egea, 1995, Milano

IA = valore beni immateriali non contabilizzati

Vba = valore beni accessori

V.C.R. = valore della "correzione reddituale" e indica, fondamentalmente, il costo opportunità della mancata remunerazione del capitale investito per tutta la durata del risanamento.

IL METODO MISTO CON STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO

Il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento unisce le stime patrimoniali (oggettivamente verificabili) con le aspettative di reddito future del metodo reddituale. In concreto, per ottenere la stima del capitale economico, bisognerà sommare il patrimonio netto rettificato (a seconda dell'analisi si può utilizzare, indistintamente, il solo valore dei beni immateriali contabilizzati ovvero i beni immateriali non contabilizzati) e il valore attuale del reddito prospettico che dev'essere prima moltiplicato per un tasso d'interesse che comprenda una congrua remunerazione del capitale investito (PNR).

È bene precisare che, nel caso di aziende in perdita, il reddito medio prospettico, solitamente, è inferiore alla congrua remunerazione del capitale investito: in questo caso, il valore attuale rappresenta l'avviamento negativo (detto anche badwill)⁶⁶.

In formula:

$$VA = PNR + [RN' - k * (PNR + Ir)]a_{n \mid \overline{k}}$$

Dove:

VA = Valore economico del capitale d'azienda;

PNR = Patrimonio netto rettificato

RN' = reddito medio prospettico

Ir = Investimenti necessari al piano di risanamento

K = tasso di congrua remunerazione del capitale

K'= Tasso di attualizzazione;

n = tempo di durata del sovrareddito (o delle carenze di reddito se l'impresa è in perdita – solitamente pari a 5/7 anni).

Romano⁶⁷ sottolinea due punti focali:

⁶⁶ Zanda G., Lacchini M., Onesti T., "La valutazione delle aziende VI ed.", 2013, pp. 453 – 459

⁶⁷ Romano M., "La valutazione d'azienda o di rami d'azienda nell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi, Rivista dei Dottori Commercialisti, n.2, 2000

- Con riguardo i tassi da applicare k' deve essere maggiore di k, in virtù della maggiore rischiosità insita nel sovrareddito rispetto al reddito (ma è possibile ridurre la durata temporale della capitalizzazione del sovrareddito ottenendo, inoltre, una stima più affidabile del valore del capitale);
- Con riguardo alla stima del valore del sovrareddito, essa dovrà essere equiparata per ottenere una valutazione più attendibile al valore del patrimonio netto, a cui andranno sommati tutti gli investimenti (cioè gli aumenti di capitale) che un eventuale acquirente intende effettuare per ripristinare una condizione di equilibrio nell'azienda.

IL METODO MISTO CON LA RIVALUTAZIONE CONTROLLATA DEI CESPITI AMMORTIZZABILI

Il prerequisito fondamentale, nel caso si scelga l'applicazione del metodo misto, è la rielaborazione degli elementi attivi e passivi dell'azienda a valori correnti per ottenere, poi, il patrimonio netto rettificato. La problematicità maggiore, in caso di un'azienda in crisi, è che tale rielaborazione, tendenzialmente, attribuisce un maggior valore ai vari cespiti ammortizzabili, e tale maggior valore fa aumentare non solo il valore del patrimonio, ma anche le quote d'ammortamento, comportando quindi un'ulteriore flessione del risultato economico d'esercizio (verosimilmente già negativo).

Per questo motivo la dottrina, come riporta Onesti⁶⁸, si è a lungo interrogata se non fosse preferibile, in questo genere di casi, procedere ad una rivalutazione dei cespiti (non solo di beni materiali o immateriali ma anche, ad esempio, un maggior valore dell'avviamento) che tenga conto della capacità di reddito dell'impresa.

Sulla base di questo metodo, per trovare la stima del valore economico dell'impresa, bisogna calcolare la quota di rivalutazione patrimoniale (P) basata sulla redditività futura dell'impresa. In formule:

$$R \ge A' + iK$$

Riesprimendo la disequazione avremo che:

$$R \ge (P r) + i (CN + P)$$

Da cui, in seguito, ricaviamo P:

Du cui, in seguito, neu rumo r

⁶⁸ Onesti T., "Il metodo di rivalutazione controllata dei cespiti ammortizzabili nell'ipotesi di azienda con redditi non congrui: alcune osservazioni", Rivista Italiana di Ragioneria ed Economia Aziendale, 1989, n. 11-12

$$P = (R - i CN)/(r + i)$$

Dove:

R= reddito medio prospettico (al lordo dei maggiori ammortamenti dovuti alla rivalutazione);

i = tasso di remunerazione del capitale investito

r = aliquota di ammortamento dei maggiori valori dei beni ammortizzabili

A' = maggiori ammortamenti dovuti alla rivalutazione

K = patrimonio netto rettificato, dato da: patrimonio netto contabile (CN) + rivalutazione "defiscalizzata" (P).

PROCEDURE CONCORSUALI

Il documento "Linee guida per la valutazione di aziende in crisi" di CNDCEC – SIDREA dedica un paragrafo specifico relativamente alle stime di valutazioni che vengono effettuate durante le procedure concorsuali, le quali comprendono:

- Il fallimento;
- La liquidazione coatta amministrativa (L.C.A.)
- Il concordato preventivo;
- L'amministrazione straordinaria (A.S.) delle grandi imprese;
- Le relative procedure previste dalla L. 3/2012 circa i soggetti non fallibili sovraindebitati.

L'art. 105 L.F. riveste fondamentale importanza, in quanto prevede che "La liquidazione dei singoli beni... è disposta quando risulta prevedibile che la vendita dell'intero complesso aziendale, di suoi rami, di beni o rapporti giuridici individuabili in blocco non consenta una maggiore soddisfazione dei creditori". La valutazione, ad ogni modo, dev'essere eseguita dagli organi giudiziali durante le varie procedure concorsuali, e i fini/obiettivi possono cambiare a seconda delle situazioni che si vengono a creare, ma comunque sempre per rispettare un eventuale obbligo di legge.

Di seguito viene riassunto in una tabella le varie procedure, gli organi competenti, e le relative finalità:

Procedura	Organo	Finalità e contesto
Fallimento	Curatore fallimentare	Affitto e cessione dell'azienda in esercizio ovvero conferimento in una o più società
L.c.a.	Liquidatore giudiziale	Affitto e cessione dell'azienda in esercizio ovvero conferimento in una o più società
A.S.	Commissario giudiziale Commissario straordinario	Affitto e cessione dell'azienda in esercizio ovvero conferimento in una o più società o altre operazioni straordinarie (es. scissioni).
Accordo di ristrutturazione da sovraindebitamento	O.C.C. Organismo di composizione della crisi (ovvero Gestore della crisi)	Affitto o cessione dell'azienda in esercizio ovvero conferimento in una o più società.

Le cessioni che avvengono durante la procedura sono sempre "competitive" nelle forme previste dall'art. 163-bis, L. Fall., inoltre, come recita l'art. 107 L. F., nel caso di vendita del complesso aziendale, l'individuazione di potenziali offerenti avviene con modalità "rigide", che in sostanza determinano una significativa riduzione dei soggetti interessati in quanto gli stessi devono offrire e rendere garanzie agli organi delle procedure concorsuali.

Il professionista tenuto alla valutazione degli asset aziendali ha il compito di individuare innanzitutto il perimetro dei beni aziendali, e inoltre deve tenere in considerazione le agevolazioni che derogano l'art. 2560 atte a salvaguardare la *par conditio creditorum*, e a volte anche alcune ipotesi circa l'art. 2112 c.c. riguardo al mantenimento dei diritti dei lavoratori in caso di trasferimento d'azienda, che può anch'essa, in parte, essere soggetta a deroghe.

Nell'eventualità si realizzi l'affitto d'azienda, il professionista deve focalizzarsi sulla capacità effettiva dell'impresa di creare flussi finanziari in un orizzonte temporale predeterminato, senza considerare gli eventuali benefici accessori della possibile gestione presso un terzo cessionario/affittuario. L'affitto, inoltre, dev'essere valutato in base a finalità conservative, ma con riguardo anche a eventuali costi di manutenzione ordinari/straordinari che il terzo potrebbe dover supportare.

3.4 Le valutazioni in ipotesi di cessione d'azienda o di rami d'azienda

Nel caso si decida, o appaia preferibile, la cessione di rami d'azienda o dell'intero complesso aziendale, perviene la necessità di stimare non solo il valore "stand alone" di un eventuale complesso/ramo aziendale, ma anche delle eventuali sinergie che un'aspirante acquirente potrebbe cogliere.

In linea di massima, possiamo dividere potenziali acquirenti in:

- Soggetti che sono interessati all'acquisizione dell'intero complesso aziendale (o a quote di esso);
- Soggetti che sono interessati all'acquisizione dell'intero complesso aziendale depurato però
 di singoli asset (è il caso, ad esempio, di quando si giunge alla creazione di una "good
 company" e una "bad company");
- Soggetti che sono interessati ad acquisire partecipazioni di minoranza, ma al contempo stesso interessati alla governance dell'impresa;
- Soggetti che sono interessati ad acquisire singoli asset o rami di esso.

Una buona base di partenza è quella che parte dal metodo patrimoniale, in quanto costituisce la soglia minima che si otterrebbe nel caso si proceda alla liquidazione. Essa, tuttavia, non è sufficiente a rispondere alla fatica domanda: "è meglio liquidare o tentare di risanare l'impresa?".

Il "valore di risanamento", come già detto, è stimabile unicamente tramite l'utilizzo di metodologie basate sui flussi; le quali dovranno tenere conto, innanzitutto, dell'intervallo temporale in cui si sviluppa la trattativa e, dall'altro lato, dal valore minimo accettabile per il venditore e il massimo che è disposto ad offrire l'acquirente.

Ai valori stand alone e di risanamento va inoltre aggiunto, nel caso di acquisto da parte di un'altra azienda, il valore delle sinergie potenziali, che vengono solitamente valutate con il metodo delle opzioni reali.

L'analisi, quindi, parte necessariamente dalle aree strategiche d'affari (ASA), ma unitamente considera i flussi prodotti a livello aziendale, e stima le sinergie potenziali che se ne possono ricavare a livello interaziendale⁶⁹.

Garzella⁷⁰, in particolare, suggerisce di valutare l'azienda in "ottica strategica" e cioè, nel caso di cessione, di utilizzare metodi basati sui flussi – per la loro evidente superiorità – e il metodo del "valore attuale allargato" in ottica strategica.

Il suddetto metodo si basa sui flussi "unlevered" (e consistente, cioè, nell'attualizzazione dei flussi operativi, a cui verrà poi sottratto l'indebitamento finanziario netto) in condizioni di "normalità": eventuali anomalie dovranno essere redistribuite nel tempo, o meglio ancora eliminate, così come andranno eliminati i flussi relativi ad asset non trasferibili e quelli riferiti alla gestione accessoria (visto che il metodo prende in analisi i flussi unlevered, e cioè si focalizza sulla gestione caratteristica e sulla sua capacità di dare un'adeguata remunerazione al capitale investito).

In seguito, andranno ricalcolati anche gli ammortamenti, e infine andranno ricalcolati gli oneri finanziari al fine di giungere ai flussi operativi netti.

-

⁶⁹ Garzella S., "Il sistema d'azienda e la valorizzazione delle potenzialità inespresse – Una visione strategica per il risanamento", Giappichelli, 2005, Torino

⁷⁰ Garzella S., "Il governo delle sinergie", Giappichelli, 2006, Torino

A questo risultato si giunge adoperando le c.d. "imposte pro – forma", che vengono calcolate ignorando la deducibilità degli oneri finanziari e del relativo impatto fiscale, questo per neutralizzare il più possibile la struttura finanziaria e giungere così ad una valutazione che si focalizzi sul valore attuale e il potenziale rendimento del capitale investito.

La formula con cui calcolare il valore attuale allargato è la seguente:

$$VA = VA_{ASA} + Po + Op + Iacc - D$$

Dove:

Va = Valore economico dell'azienda;

VA_{ASA} = Somma di tutte le aree strategiche d'affari in cui l'azienda opera;

Po = Valore delle sinergie potenziali di spazio;

Op = Valore delle sinergie potenziali di tempo;

Iacc = Valore degli investimenti accessori;

D = Indebitamento finanziario netto.

Per ottenere il valore dell'azienda va innanzitutto stimato il valore delle ASA attualizzando i relativi flussi prospettici. E in particolare, da un punto di vista operativo:

- Bisogna determinare quantitativamente e qualitativamente i flussi: a seconda della documentazione disponibile, saranno reddituali o finanziari;
- Bisogna individuare l'orizzonte temporale da prendere a riferimento: se indefinito prenderemo in considerazione la formula della rendita perpetua, se invece lo limitiamo a "n anni" bisognerà poi sommare il terminal value;
- Bisogna definire i tassi e i rischi: il tasso r deve incorporare il premio "risk free", ovvero il
 premio per aver rinunciato per un determinato periodo di tempo a una certa somma
 investita, a cui va sommato il premio per il rischio in base alle remunerazioni che offre il
 mercato per investimenti simili.

Nel caso di un'impresa che ha solamente un'area strategia d'affari (c.d. monobusiness), il costo del capitale dell'ASA è anche il costo di capitale dell'impresa, ma nel caso essa abbia più ASA emerge il problema di attribuire, ad ogni ASA per competenza, le quote parti del capitale di rischio, dei debiti finanziari, ecc.

Donna⁷¹, a tal proposito, suggerisce tre soluzioni alternative:

⁷¹ Donna G., "La valutazione economica delle strategie d'impresa", Giuffrè, Milano, 1992

- Riportare il costo in modo indifferenziato;
- Differenziare il capitale in base alla rischiosità operativa;
- Differenziare il capitale tenendo conto sia della rischiosità operativa che finanziaria.

Una volta scelta l'alternativa bisogna sommare alla/e ASA il valore del portafoglio strategico – cioè delle eventuali sinergie che si possono sviluppare tra l'impresa e l'acquirente – dove per sinergia intendiamo il massimo valore prodotto da due (o più) aree integrate che da sole non sarebbero state in grado di generare. È consigliato, al fine di determinare il valore delle suddette sinergie, utilizzare il metodo analitico in quanto più rigoroso visto che dà una correlazione tra i flussi e le relative ipotesi di sviluppo dell'azienda⁷²; inoltre, è preferibile utilizzare un tasso diverso da quello già utilizzato per la/e ASA, che tenga conto del rischio operativo/finanziario insito nell'operazione di M&A.

L'importanza di riconoscere e attivare sinergie, nel caso del risanamento, è di fondamentale importanza per accrescere il valore del complesso aziendale, in quanto:

- Vengono incrementati i flussi complessivi (aumentando i ricavi e/o diminuendo i costi);
- Viene migliorato il tasso di attualizzazione (riducendo il rischio);
- Viene diminuito l'indebitamento e, quindi, il capitale investito complessivo.

Le sinergie possono essere suddivise in tre macrogruppi:

- Sinergie di natura finanziaria che si suddividono in:
 - o Un'eventuale riduzione del costo complessivo dei finanziamenti;
 - o Riduzione del rischio e/o diversificazione degli investimenti;
- Sinergie di natura operativa, a loro volta suddivise in:
 - Sinergie di mercato che riguardano, essenzialmente, i clienti e il grado di differenziazione che può essere offerto con i prodotti;
 - Sinergie produttive riguardanti, appunto, i processi produttivi (componenti in comune ecc...);
 - Sinergie degli approvvigionamenti che sono collegate a quelle produttive, e riguardano, ad esempio, migliori condizioni di acquisto dei fattori produttivi;
 - O Sinergie infrastrutturali, cioè le varie gestioni del personale, amministrativa ecc...;
- Sinergie di natura fiscale volte a ridurre, appunto, il carico fiscale complessivo.

Garzella⁷³ ha realizzato uno schema che chiama "prospetto delle sinergie" ai fine di dare una rappresentazione ai vari flussi economico/finanziari. Nelle colonne vengono elencati i flussi

⁷² Garzella S., "Il governo delle sinergie", Giappichelli, 2006, Torino

⁷³ Garzella S., "Il governo delle sinergie", Giappichelli, 2006, Torino

sviluppati nelle varie aree strategiche, nelle righe sono invece rappresentati i flussi precedentemente elencati.

Prospetto di analisi delle sinergie					
	ASA 1	ASA 2	ASA 3	Corporate	Tot. sinergie
Ricavi di vendita					
Costi di pubblicità					
Costi di distribuzione					
Costi del personale					
Altri costi commerciali					
Sinergie di mercato					
Costi esterni della produzione					
Costi d'acquisto materie prime					
Variazione magazzino prodotti					
Variazione beni ammortizzabili					
Costi del personale in senso stretto					
Sinergie produttive in					
senso stretto e degli					
approvvigionamenti					
Costi di ricerca e sviluppo					
Costi sedi centrali					
Altri costi infrastrutturali					
Sinergie infrastrutturali					
Fabbisogno finanziario					
Costo dei finanziamenti					
Sinergie finanziarie					
Oneri fiscali					
Sinergie fiscali					
Totale sinergie					

Per una completezza espositiva andrebbero aggiunti, con la tabella, una stima delle probabilità di successo e soprattutto dei tempi di un'eventuale realizzazione.

Sempre Garzella sottolinea come l'impresa possa diventare "da preda a il cacciatore del cacciatore", quando decida di adottare un approccio proattivo nella ricerca di eventuali compratori, specie con riguardo alle potenziali sinergie che se ne possono ricavare. Tuttavia, è molto difficile riuscire, per l'impresa, a valutare potenziali sinergie ex ante di eventuali compratori, e per questo è preferibile sviluppare "potenziali sinergie medie" che magari possono essere sviluppate da un'acquirente dello stesso settore (o complementare) dell'impresa.

Dalla prospettiva dell'investitore, invece, fare una disamina ex ante delle possibili sinergie da sviluppare è di fondamentale importanza per determinare il range entro cui può essere conveniente l'acquisizione del complesso aziendale o di uno dei suoi rami. Altre motivazioni che sottendono l'interesse dell'acquirente sono fondamentalmente riassumibili in:

- Logiche di portafoglio (è il caso dell'acquirente finanziario che decide di diversificare);
- Logiche di condivisione delle risorse finanziarie (es. riduzione tassi/costi dei finanziamenti);

- Logiche relative alle agevolazioni tributarie (es. riduzione dell'imponibile);
- Logiche inerenti all'acquisizione/condivisione di risorse/capacità/competenze (volte a ridurre i costi operativi o ad aumentare la marginalità dei prodotti venduti).

Per tutte queste motivazioni è auspicabile, da un punto di vista dell'impresa, trovare un'acquirente che abbia un interesse industriale di fondo, ma non è da escludere – specie negli ultimi anni – l'interesse di fondi di private equity che sebbene susciti, solitamente, perplessità nella proprietà, può essere molto utile specie con riguardo al lato finanziario e manageriale. A tal proposito è doveroso menzionare le SPAC (*Special Purpose Acquisition Companies*) che sono società destinate alla raccolta di capitali mediante quotazione per poi essere impiegati ad acquisire un'attività già esistente, le quali stanno raccogliendo un grande successo anche in Italia.

3.5 La valutazione di aziende in crisi in presenza di patrimoni destinati ad uno specifico affare

Istituiti, relativamente alle società per azioni, dal D.lgs. 17.01.2003, n.6, i patrimoni destinati vengono regolati dall'art. 2447bis e successivi del codice civile.

Il fine del patrimonio destinato è quello di vincolare un insieme di beni al compimento di uno specifico affare, e cioè ottenere il beneficio della responsabilità limitata per lo stesso così da poter svolgere anche attività rischiose senza compromettere l'intera azienda; per legge, tuttavia, essi non possono essere complessivamente superiori al 10% del patrimonio netto della società e la delibera che lo costituisce dev'essere iscritta nel registro delle imprese.

I beni facenti parte del patrimonio destinato vengono quindi "sottratti" ad eventuali pretese di creditori della società, così come i creditori del patrimonio destinato non possono rivolgere le loro pretese all'intero complesso aziendale. Nel caso di compimento "dell'affare", ovvero nell'impossibilità di realizzarlo, l'eventuale residuo rientra nel patrimonio aziendale.

Sebbene a primo impatto la costituzione del patrimonio vincolato possa suggerire l'applicazione del metodo patrimoniale ai fini della valutazione, esso non è tuttavia esaustivo; infatti, come più volte richiamato, il metodo non tiene conto dei flussi che vengono prodotto nella gestione, ed è pertanto consigliabile utilizzarlo al solo scopo di verifica. La scelta migliore, quindi, è l'applicazione dei metodi misti patrimoniali – reddituali, e soprattutto il metodo della rivalutazione controllata dei cespiti.

L'istituzione dei patrimoni destinati introduce, inoltre, particolari problematiche e altre esigenze valutative rispetto a quelle che abbiamo esaminato fino a ora.

In sintesi, possiamo riassumere:

- 1. La necessità di valutare ex ante il capitale economico della società al fine di decidere se realizzare uno o più patrimoni destinati;
- 2. La valutazione del capitale di funzionamento della al fine di verificare se, una volta costituito il patrimonio destinato, è rispettato il limite quantitativo del 10%;
- 3. La valutazione del capitale da destinare al "patrimonio destinato";
- 4. L'eventuale valutazione di apporti di terzi soggetti (e relativi patrimoni destinati), nell'eventualità in cui lo specifico affare comprendesse anche l'apporto di soggetti esterni alla società:
- 5. La valutazione del capitale economico del patrimonio destinato (a seguito della cessazione del vincolo, o in tutti gli altri casi sia necessaria la valutazione);
- 6. La valutazione dell'intero capitale economico dell'azienda, nell'eventualità essa abbia uno più patrimoni destinati all'interno;
- 7. La valutazione dell'eventuale capitale di liquidazione del patrimonio destinato, nei casi in cui i creditori ne facciano richiesta o sia più conveniente procedere alla liquidazione dello stesso.

Il punto 1) concerne la fase "pre-costitutiva" e avviene quando gli amministratori devono valutare l'opportunità o meno di ricorrere – per finalità economico/strategiche – alla creazione di patrimoni destinati, e ciò avviene, tendenzialmente, quando si presume che essa possa apportare un aumento del valore del capitale economico. Anche il punto 2) avviene nella fase "pre-costitutiva", e molto spesso è necessario redigere un bilancio straordinario infrannuale specie nell'eventualità in cui il patrimonio destinato venga costituito con una certa distanza dalla chiusura del bilancio; il problema di questo punto è duplice: se si supera la soglia del 10% i creditori possono subire un pregiudizio in quanto viene sottratto capitale dall'azienda, se invece è di misura significativamente inferiore (perché magari si è tenuto conto del patrimonio contabile e non effettivo) può pregiudicare la realizzazione dell'affare a cui è stato destinato, e quindi, ancora, l'interesse dei creditori.

Il punto 3) avviene al momento "costitutivo" e riguarda la creazione di un business plan al fine di giustificare la creazione del patrimonio destinato, ed è di fondamentale importanza in quanto i creditori potrebbero fare opposizione alla creazione dello stesso se ritengono che i capitali apportati siano eccessivi rispetto la natura dell'affare che si intende svolgere.

Il punto 4) avviene, appunto, nell'eventualità ci siano anche capitali/mezzi di terzi e possono avvenire sia nella fase "costitutiva" che successivamente nella fase "gestionale", e si concretizza, fondamentalmente, nello stimare i capitali/beni apportati.

Con riguardo ai punti 4), 5), 6), fanno riferimento a situazioni di crisi della società e vanno trattati separatamente.

Il D.Lgs. n. 14 del 12/01/2019 ha introdotto l'articolo 263 del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza che disciplina anche l'insolvenza del patrimonio destinato.

Per ciò che concernono gli aspetti fallimentari, con il D. Lgs. 5/2006 sono state introdotte solo alcune novità in tal senso, e in particolare in merito all'azione revocatoria e al fallimento della società destinante, tuttavia nulla è stato previsto per l'insolvenza del patrimonio destinato. E in particolare:

- "Se durante la liquidazione della società (o già nel corso della gestione) il curatore rileva che il patrimonio destinato è incapiente provvede, previa autorizzazione del giudice delegato, alla liquidazione dello stesso secondo le regole della liquidazione delle società";
- "I creditori particolari del patrimonio destinato possono presentare comunque la domanda di insinuazione al passivo della procedura di liquidazione giudiziale aperta nei confronti della società nei casi di responsabilità sussidiaria o illimitata così come previsto dall'art. 2447 quinquies";
- "Se risultano violate le regole di separatezza fra uno o più patrimoni destinati costituiti dalla società e il patrimonio della società medesima, il curatore può proporre l'azione sociale di responsabilità e l'azione dei creditori sociali così come prevede l'art. 2394 c.c. nei confronti di amministratori e componenti degli organi di controllo della società".

Liberatore⁷⁴ ha riassunto in una tabella le differenti ipotesi di valutazione dei patrimoni in presenza di un contesto di crisi:

_

⁷⁴ Liberatore G., "La valutazione delle aziende in crisi", Giuffrè Editore, Milano, 2014, pag. 466

	Oggetto dello stato di crisi			
		Patrimonio destinato	Società destinate	
Oggetto della valutazione	Patrimonio destinato	Caso A: Valutazione del patrimonio destinato deficitario	Caso B: Valutazione del patrimonio destinato in ipotesi di insolvenza della società	
Oggetto de	Società destinate	Caso C: Valutazione della società con patrimoni destinati deficitari	Caso D: Valutazione della società in ipotesi di sua insolvenza e fallimento	

Prima di entrare nella specifica disamina dei vari casi, bisogna partire dalla valutazione del patrimonio in caso di assenza di crisi.

In primo luogo, bisogna partire dalla realizzazione di un piano economico/finanziario che specifichi la congruità del patrimonio destinato alla realizzazione dello specifico affare da compiere.

Il piano è composto da:

- Un piano economico che indichi i costi e i ricavi prospettici in relazione all'affare da compiere; i ricavi devono essere in grado di coprire i costi (almeno inizialmente);
- Un piano finanziario che specifichi i flussi finanziari che verranno originati dall'affare, e inoltre deve rendicontare gli impieghi, i relativi fabbisogni finanziari (indipendentemente se ottenuti da terzi o tramite finanziamento), e soprattutto le differenti fonti a cui si intende fare riferimento per reperire i finanziamenti;
- Un piano degli investimenti nel quale devono essere riassunti gli specifici investimenti che devono essere fatti per realizzare l'affare.

La formula solitamente utilizzata per determinare il valore del patrimonio è la seguente:

$$VA \ economico \ patrimonio \ destinato = \sum_{t=1}^{n} \frac{FRR_t}{(1+i)_t} + \frac{VA \ liquidazione}{(1+i)_n}$$

Dove:

FRR_t= flussi di reddito prospettico

VA liquidazione = valore di liquidazione del patrimonio destinato

i = tasso di attualizzazione

n = numero di anni considerati

Bisogna tuttavia porre attenzione ad una serie di fattori necessari all'utilizzo della formula:

- Il grado di liquidità degli investimenti necessari;
- La valutazione degli elementi intangibili che costituiscono il patrimonio;
- Il grado di rischio che determina un tasso di attualizzazione adeguato;
- I potenziali flussi prospettici di reddito che potranno essere generati;
- La durata temporale dell'affare che può essere ignorata nell'eventualità esso sia di durata indeterminata o comunque il lasso temporale sia molto esteso; nel caso si può utilizzare, per semplicità, la formula della rendita perpetua.

Una volta determinato il valore con l'utilizzo della formula si possono sommare eventuali investimenti accessori che compongono l'affare.

Nel caso il contenuto dell'affare riguardi commesse o appalti – e cioè affari con una durata temporale estesa – bisogna considerare gli interessi che maturano sugli eventuali crediti.

Tornando alla tabella precedente, il "caso A" e cioè "La valutazione del patrimonio destinato deficitario in ipotesi di impresa non in crisi" si verifica – come peraltro suggerisce il nome stesso – nell'eventualità in cui il patrimonio non sia in grado di soddisfare le pretese dei relativi creditori. Gli stessi possono quindi avanzare richiesta di liquidazione, fermo restando che la separazione tra patrimoni rimane immutata anche in questa fase, al fine di salvaguardare i diritti degli altri creditori. La separazione dei patrimoni si conclude nel momento in cui anche l'ultimo creditore è stato soddisfatto; nell'eventualità quindi di una soluzione liquidatoria, emergono due scenari:

- Esistono ancora attività: queste tornano a far parte dell'attivo generale (e quindi a soddisfare eventuali creditori della stessa);
- Esistono ancora passività non soddisfatte: la società, come già ricordato, non è soggetta al
 fallimento né i creditori possono soddisfarsi sulla stessa (o su altri patrimoni destinati). La
 corretta definizione di quest'ipotesi è "patrimonio destinato deficitario", così come regolato
 dal D. Lgs. 310/2004 che recita espressamente che va "escluso che il patrimonio destinato
 possa essere dichiarato insolvente e fallire autonomamente rispetto alla società che lo ha
 creato".

In particolare, è bene ricordare che i driver del valore aziendali sono influenzati dallo stato di dissesto in cui versa l'azienda, e quindi:

- I redditi, se la causa dello stato deficitario dell'azienda è dovuta ad uno squilibrio economico, saranno molto probabilmente negativi, e quindi di difficile stima;
- L'orizzonte temporale, già di breve durata nel caso dei patrimoni destinati, è destinato ad accorciarsi ulteriormente nell'eventualità di una crisi;
- I tassi, già più alti perché magari il patrimonio destinato è stato fatto per svolgere un'attività/affare di natura più rischiosa, saranno più elevati a causa della maggiore rischiosità legata allo stato di crisi.

Quindi, come già richiamato, i metodi reddituali – o comunque basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa – sono particolarmente difficili da applicare, e per questo è più consigliato ricorrere al metodo della rivalutazione controllata dei cespiti.

Il "caso B" relativo alla "valutazione del patrimonio destinato in presenza di impresa insolvente" riguarda l'eventualità in cui si sia verificato il fallimento della società, e di conseguenza sia stata compromessa la possibilità di realizzare lo specifico affare. Solitamente, nell'eventualità del fallimento, e soprattutto se un'eventuale cessione è profittevole, il patrimonio destinato viene ceduto in blocco ad un'altra società al fine, appunto, di realizzare lo specifico affare.

In questa circostanza, peraltro applicabile anche nei casi di scissione d'azienda, bisogna innanzitutto partire dalla valutazione dell'intero complesso aziendale, per poi focalizzarsi nel patrimonio destinato cercando di individuare una percentuale che esprima la relazione tra patrimonio totale dell'azienda e quello destinato (tendenzialmente si usano i patrimoni netti per determinare la percentuale). Tuttavia, come nel caso della scissione, un'operazione di questo genere non tiene conto delle sinergie che esistono tra i patrimoni, rendendo quindi il metodo approssimativo.

Il "caso C", ovvero "La valutazione della società destinante in ipotesi di patrimoni destinati deficitari", prevede l'esclusione, dalla valutazione della società, del patrimonio deficitario che non è di interesse per potenziali acquirenti.

In seguito, è necessario definire i valori dei patrimoni che generano ancora flussi positivi – e quindi potranno essere convenientemente proseguiti – che possono formare oggetto di interesse per gli acquirenti. Nel caso in questione, bisogna inoltre considerare i tempi di realizzazione in quanto più è esteso più è elevato il rischio che le difficoltà legate allo stato di crisi peggiorino.

Diversamente, se si procede alla liquidazione/cessazione dei patrimoni destinati essi assumeranno un valore di liquidazione.

In breve, è opportuno considerare un valore addizionale per quanto riguarda i patrimoni destinati, anche se in perdita, a patto che però si possa tornare ad una situazione di normalità in un lasso temporale di breve durata.

L'ultimo, il "caso D", riguarda "La valutazione della società destinante in ipotesi di sua insolvenza e fallimento", e cioè l'impossibilità di proseguire affari – anche se positivi – a causa del fallimento del complesso aziendale. Da qui la necessità di realizzare, come prevede il legislatore nelle varie procedure concorsuali, due distinte masse attive e passive (una relativa al patrimonio generale dove potranno rivalersi i creditori generali, e l'altra per il patrimonio separato e i relativi creditori particolari).

Il curatore può, inoltre, proseguire l'affare nell'eventualità in cui lo ritenga vantaggioso per i vari creditori, e quindi evitare la liquidazione del patrimonio destinato.

Una volta compiuto l'affare possono emergere quindi due distinte situazioni:

- La presenza di un residuo attivo, quale viene assorbito nella società per coprire altre obbligazioni;
- La presenza di un residuo passivo.

In questo caso particolare è più che probabile che permanga un residuo attivo, in quanto, nella specifica ipotesi, i patrimoni non sono la causa del fallimento del complesso aziendale. Ad ogni modo, e come più volte già richiamato, la presenza di un eventuale residuo passivo comporta l'estinzione del patrimonio destinato e la parziale/integrale soddisfazione dei creditori particolari.

CONCLUSIONI

Il fenomeno della crisi aziendale, come abbiamo visto – e come vediamo tutti i giorni –, è ormai di natura fisiologica nel ciclo di vita di qualunque azienda.

Numerose sono le cause scatenanti, e altrettanto numerose sono le soluzioni: il fallimento è ormai relegato, specie con la nuova riforma del diritto Fallimentare, a extrema ratio. Essenziale diventa quindi la capacità di riconoscere i segni premonitori della stessa al fine di individuare sul nascere lo "stato di crisi", e porre in atto le possibili soluzioni. Ignorare i "segnali premonitori" porta inevitabilmente ad una crisi irreversibile dove, come ci ricorda la Teoria del Valore, i flussi di cassa, il valore di funzionamento e il valore di liquidazione si annulleranno, mentre il debito aumenterà, innestando quindi una serie di eventi che porterà al fallimento.

Lo studio dell'evoluzione della crisi aziendale diventa quindi di fondamentale importanza, specie nel distinguere le varie fasi di squilibri/inefficienze e conseguenti perdite economiche – e cioè quando gli interventi richiesti sono fondamentalmente a carico degli azionisti –, alle successive fasi di insolvenza/dissesto quando l'eventuale risanamento dell'azienda dipende anche da soggetti esterni, in primis i creditori. L'individuazione dei vari stadi dipende innanzitutto dalla qualità del management aziendale, che deve approcciarsi alla crisi in maniera "sintomatologica", ovvero cercando di analizzare i "sintomi" per individuare – e mettere in atto – eventuali soluzioni.

L'analisi di bilancio riveste a tal proposito un ruolo di primaria importanza per scoprire eventuali anomalie e, soprattutto, per cercare di fare previsioni sull'andamento della gestione aziendale.

Quali che siano le cause che portano ad una situazione di crisi, una volta accertata, il soggetto preposto avrà dinnanzi a sé fondamentalmente due alternative che sono agli antipodi: cercare una soluzione che porti alla continuità aziendale, oppure la cessazione della stessa.

Nell'elaborato svolto è stata posta maggiore attenzione al proseguimento dell'attività, e quindi alla molteplicità delle metodologie utili al valutare il complesso aziendale: dai metodi reddituali, ai metodi finanziari, al metodo dei multipli, ai metodi innovativi e, in particolare, ai metodi misti. Tuttavia, come più volte ricordato, ogni azienda è un caso a sé, e non esiste pertanto una Chiave di volta per esprimere una valutazione che sia univoca e incontrovertibile. Il valutatore sarà quindi tenuto non solo a valutare le specifiche peculiarità dell'azienda, ma anche a prendere in esame una molteplicità di metodi differenti che porteranno, inevitabilmente, a differenti risultati: sarà poi nella bravura dello stesso cercare una coerenza valutativa che sia utile a tutti gli interessati.

BIBLIOGRAFIA

Altman E.I., Financial rations, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy, Journal of Finance, n° 23, 1968

Balducci D., La valutazione d'azienda, IX edizione, Edizioni Fag, 2006

Bianchi G., Il bilancio delle società. Principi di redazione e guida alla lettura, Wolters Kluwer Italia, Assago, 2008

Borsa Italiana, Guida alla valutazione, 2014

Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Sandri S., Principi di finanza aziendale, McGraw – Hill, Milano, 2011

Brescia G., Muraca F., Le perizie di stima delle aziende. Guida operativa alla perizia di valutazione ed alle attestazioni del professionista, Maggioli Editore, 2012

Brescia G., Muraca F., Le perizie di stima delle aziende. Guida operativa alla perizia di valutazione ed alle attestazioni del professionista, VI edizione, Maggiorelli editore, 2013

Buttignon F., Il governo delle crisi d'impresa in Italia alla luce del nuovo quadro normativo: una riflessione introduttiva, Rivista dei dottori commercialisti, n° 2, 2008

Cattaneo M., Principi di valutazione del capitale d'impresa, il Mulino, Milano, 1998

Damodaran A., The Dark Side of Valuation: Firms with No Earnings, No History and No Comparables, NYU Working Paper, 2000

Damodaran A., Valutazione delle aziende, Apogeo, Milano, 2002

Damodaran A., Valutazione delle aziende, Apogeo, Milano, 2012

Donna G., La valutazione economica delle strategie d'impresa, Giuffrè, Milano, 1992

Fama E. F., "Market efficency, long – term return and behavioural finance", Journal of Financial Economics, vol. 49, n. 3, 1998

Fusa E., Guatri G., La valutazione del capitale economico delle aziende, Il Sole 24 Ore, Milano 1999 Garzella S., Il governo delle sinergie, Giappichelli, Torino, 2006

Garzella S., Il sistema d'azienda e la valorizzazione delle potenzialità inespresse – una visione strategica per il risanamento, Giappichelli, Torino, 2005

Gonnella E., Logiche e metodologie di valutazione d'azienda. Valutazioni stand alone, Pisa, Edizioni Plus, 2009

Guatri L., La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto, Egea, Milano, 1990

Guatri L., La valutazione delle aziende – Teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto, Igea, Milano, 1994

Guatri L., Bini M., Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Egea, Milano, 2005

Guatri L., Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore, Egea, Milano, 1995

Lanzavecchia A., L'utilizzo delle opzioni reali per valutare imprese e progetti ad alto rischio, Amministrazione & Finanza, n° 17, 2001

Liberatore G., La valutazione delle aziende in crisi, Giuffré Editore, Milano, 2014

Manzana G., Iori M., Guida alla valutazione d'azienda, Il Sole 24 Ore, Milano, 2014

Marzo G., Opzioni reali: oltre la valutazione, Analisi Finanziaria, n°64, 2006

Massari M., Zanetti L., Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario, McGraw – Hill, Milano, 2008

M. H. Miller, F. Modigliani, Dividend Policy, Growth and the Evaluation of Shares - Theory of business finance, MacMillan, Londra, 1976

Onesti T., Il metodo di rivalutazione controllata dei cespiti ammortizzabili nell'ipotesi di azienda con redditi non congrui: alcune osservazioni, Rivista italiana di Ragioneria ed Economia Aziendale, 1989 Oricchio G., La stima dell'aleatorietà presente nelle valutazioni del capitale economico dell'Impresa, Giappichelli, Torino, 1994

Pozzoli S., Valutazione d'azienda tecniche operative di misurazione del valore, IV edizione, Ipsoa, 2013

Romano M., La valutazione d'azienda o di rami d'azienda nell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi, Rivista dei Dottori Commercialisti, n° 2, 2000

Sciarelli S., Crisi d'impresa, Cedam, Padova, 1995

Steffens P.R., Douglas E.J. Valuiting technology investments: use real options thinking but forget real options valutation, International Journal of Technoentrepreneurship, 2007

UEC, Reccomandations sur les procédures a suivre par les experts constables en materie d'évaluation d'enterprise, 1961

Zanda G., Lacchini M., Onesti T., La valutazione delle aziende, Giappichelli Editore, Torino, 1994 Zanda G., Lacchini M., Onesti T., La valutazione delle aziende, Giappichelli Editore, Torino, 2001

SITOGRAFIA

WWW.ILSOLE24ORE.COM

WWW.LINKIESTA.IT

WWW.DIRITTO.IT

WWW.FONDAZIONEOIC.EU

WWW.UNIBOCCONI.IT

WWW.CNBC.COM

WWW.THESEUSCONSULTING.IT

WWW.MISTERFISCO.IT

WWW.COMMERCIALISTI.IT