



Le valutazioni aziendali nella
Composizione Negoziata della Crisi

I presupposti valutativi delle stime nella CNC



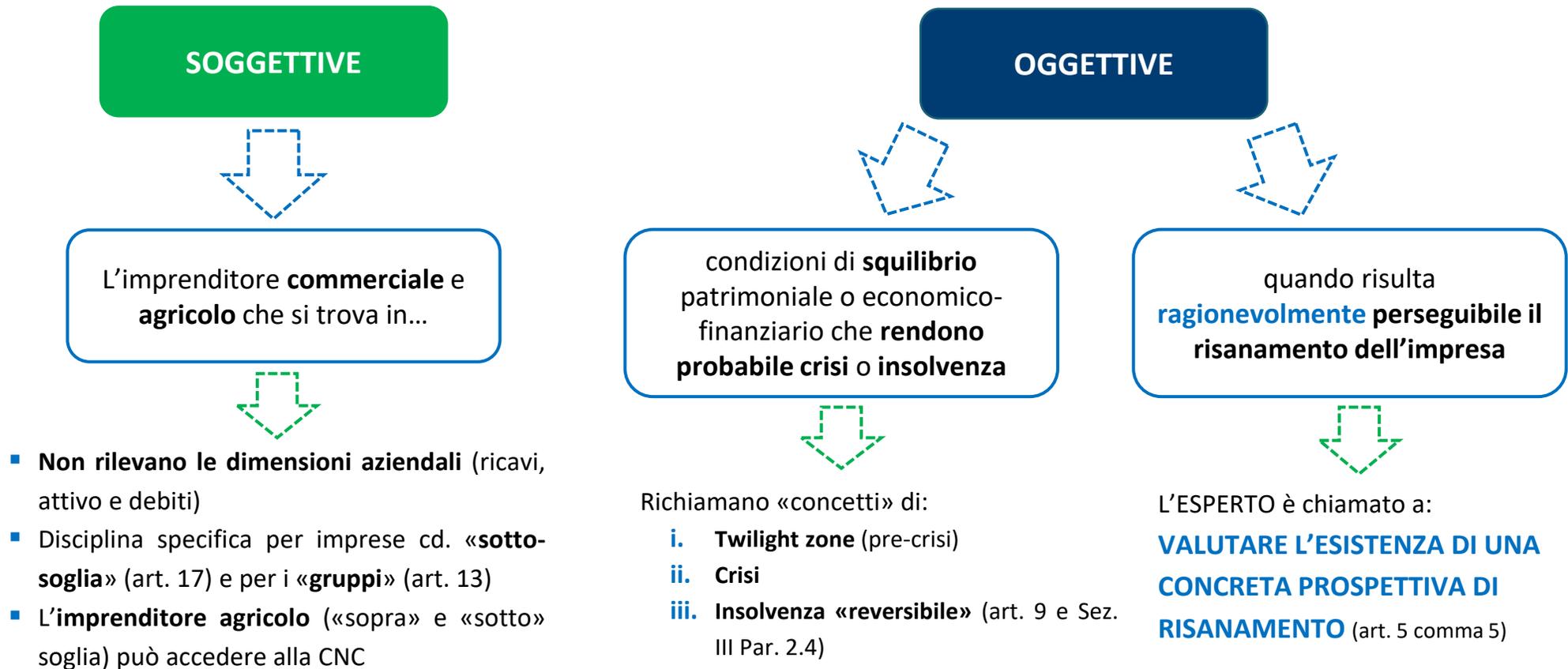
dott. Martino Zamboni

Verona, 23 novembre 2022

I presupposti valutativi delle stime nella CNC

Quali caratteristiche della CNC?

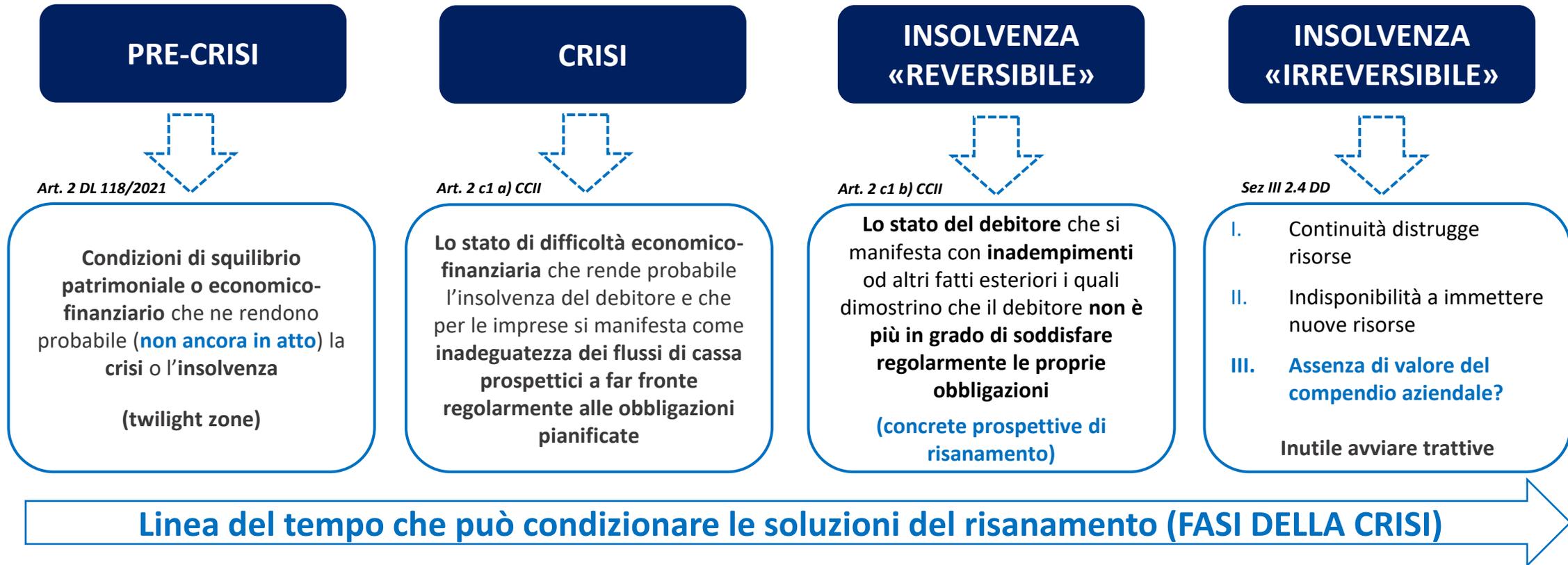
Le caratteristiche di «accesso» alla CNC sono definite dall'art. 2 DL 118/21:



I presupposti valutativi delle stime nella CNC

Le condizioni di pre-crisi, crisi, insolvenza reversibile e irreversibile

Sono concetti **chiave** per valutare la prospettiva di risanamento e il contesto di riferimento



I presupposti valutativi delle stime nella CNC

La normativa di riferimento

DL 118/21 - Alcune indicazioni giuridiche con impatto sul «valore»

Misure protettive e cautelari (art. 7)

All'udienza il **TRIBUNALE**, sentite le parti e l'**ESPERTO**, ... nomina, se occorre, l'**AUSILIARIO** ... e procede agli atti di istruzione indispensabili in relazione ai provvedimenti cautelari richiesti ... e ai provvedimenti di conferma, revoca o modifica delle misure protettive.

Nella sostanza il **TRIBUNALE**, con il supporto dell'**AUSILIARIO**, **CONFERMA LE MISURE** quando:

- a) **ritiene che esiste una ragionevole probabilità a perseguire il risanamento;**
- b) **siano funzionali al risanamento**

Atti straordinaria amministrazione (art. 9)

L'**ESPERTO**, quando ritiene che l'atto **PUO' arrecare pregiudizio ai creditori**, alle trattative e alle prospettive di risanamento, lo segnala per iscritto all'imprenditore e all'organo di controllo

Autorizzazioni Tribunale (art. 10)

Il **TRIBUNALE** verificata la **funzionalità degli atti rispetto alla continuità aziendale e alla migliore soddisfazione dei creditori**, può

- a) autorizzare l'imprenditore a contrarre finanziamenti prededucibili ...;
- d) autorizzare l'imprenditore a **trasferire in qualunque forma l'azienda o uno o più suoi rami** senza gli effetti dell'art. 2560, secondo comma, CC

Concordato semplificato (art. 18 comma 3)

Il **TRIBUNALE**, valutata la ritualità della proposta, acquisiti la **RELAZIONE FINALE** e il **PARERE dell'ESPERTO con specifico riferimento ai PRESUMIBILI risultati della liquidazione e alle garanzie offerte**, nomina un **AUSILIARIO** ...

Concordato semplificato (art. 18 comma 5)

Il **TRIBUNALE**, assunti i mezzi istruttori richiesti dalle parti o disposti d'ufficio, ..., **rileva che la proposta NON arreca pregiudizio ai creditori rispetto all'alternativa della LIQUIDAZIONE FALLIMENTARE** e comunque **assicura un'utilità a ciascun creditore**

I presupposti valutativi delle stime nella CNC

La normativa di riferimento

DD 28/09/21 - Alcune indicazioni giuridiche con impatto sul «valore»

Sez. I. Par. 7

Se la **continuità** può essere **perseguita solo per via INDIRETTA** è **necessario stimare le RISORSE REALIZZABILI attraverso la CESSIONE dell'azienda** e compararle con il debito per comprendere la praticabilità del risanamento

Sez. II Par. 2.2

... Il valore contabile dei cespiti non è **superiore al maggiore fra il VALORE RECUPERABILE e quello di MERCATO?**

Sez. II Par. 4.9

Se è stata prevista la **dismissione di cespiti d'investimento**, si è tenuto conto delle **EFFETTIVE PROSPETTIVE DI REALIZZO** in termini di ammontare (al netto dei costi di dismissione) e **TEMPI?** Le **relative STIME sono adeguatamente suffragate?**

Sez. III Par. 9.5

in mancanza di offerte vincolanti ad importo predefinito, è **opportuno che l'imprenditore, nel formulare proposte ai creditori, preveda clausole di salvaguardia per fronteggiare il rischio che i VALORI EFFETTIVAMENTE REALIZZATI siano inferiori a quelli ATTESI**. Per la cessione d'azienda o di suoi rami è preferibile dare corso a **procedure competitive**

Sez. III Par. 5.2.1

l'interesse della singola parte dipende anche dalla **misura di soddisfacimento dei diritti di credito realizzabile in caso di LIQUIDAZIONE DEI BENI** (anche attraverso il concordato semplificato) o **nelle alternative concretamente realizzabili** (ad esempio liquidazione giudiziale e amministrazione straordinaria), ...

Sez. III Par. 2.7

In ogni caso, qualora l'ESPERTO reputi che il **risanamento possa avere luogo in via indiretta attraverso la cessione dell'azienda o di rami di essa**, dovrà tener conto ..., **delle ragionevoli stime delle RISORSE REALIZZABILI...**

Sez. III Par. 12.2

All'ESPERTO potrà essere richiesto di ... individuare il perimetro dell'azienda o di rami di essa **ritenuto idoneo per il MIGLIOR REALIZZO;**

Sez. III Par. 12.4

L'ESPERTO, se sentito dal Tribunale nel procedimento autorizzativo ai fini della deroga all'art. 2560, secondo comma, **potrà essere chiamato ad esprimersi** ..., sulla **CONGRUITA' DEL PREZZO** e ...

Sezione III Par. 13.1

In qualunque momento risulti utile per le trattative, è **OPPORTUNO** ... che l'ESPERTO proceda alla **STIMA delle RISORSE derivanti dalla LIQUIDAZIONE dell'intero PATRIMONIO o parti di esso** o, ove siano richieste competenze **diverse dalle proprie** che proponga alle parti la **nomina congiunta** di un soggetto di fiducia

Sezione III Par. 13.2

Quando il Tribunale gli richieda il parere di cui all'art. 18 comma 3), l'ESPERTO **DOVRA'** pronunciarsi sui **presumibili RISULTATI della LIQUIDAZIONE e sulle garanzie offerte dagli eventuali proponenti l'acquisto dell'azienda, di suoi rami o di singoli cespiti.**

I presupposti valutativi delle stime nella CNC

Il grado di intensità della crisi e la COMPLESSITA' del risanamento

Test pratico per verificare la ragionevole perseguibilità del risanamento

A) Entità del debito da ristrutturare

- + Debito scaduto (di cui relativo ad iscrizioni a ruolo)
- + Debito riscadenziato o oggetto di moratorie
- + Linee credito bancarie utilizzate non rinnovabili
- + Ratei mutui e finanziamenti in scadenza (2 anni)
- + Investimenti nuove iniziative previste
- Risorse dismissioni beni o rami azienda
- Conferimenti e finanziamenti (anche postergati)
- MOL negativo 1° anno (con comp. non ricorrenti)

Rapporto:
A / B
(TdR)

B) Flussi annui a servizio del debito

- + MOL prospettico normalizzato annuo
- Investimenti mantenimento annui (a regime)
- Imposte annue che dovranno essere assolte

$B > 0$ dal 2° anno

SI
Equilibrio
economico

$B < 0$ a regime

No
Equilibrio
Economico

I presupposti valutativi delle stime nella CNC

Il grado di intensità della crisi e la COMPLESSITA' del risanamento

Possibili situazioni di risanamento **IN** condizioni di equilibrio economico

< 1 Difficoltà contenute

L'andamento corrente dell'impresa può essere sufficiente a individuare il percorso di risanamento.

I flussi al servizio del debito prospettici potrebbero essere sufficienti a consentirne la sostenibilità e la redazione del **piano di impresa assume minore rilevanza**.

< 2 Difficoltà medio basse

Può raggiungere un livello intorno al 2 in assenza di particolari specificità (ad esempio concentrazione del debito)

= 3 Difficoltà medie

Il risanamento dipende dall'efficacia e dall'esito delle iniziative industriali. **Il piano di impresa** assume maggiore rilevanza

< 6 Difficoltà medio alte

La presenza del margine operativo lordo positivo non è sufficiente a consentire il risanamento e può rendersi necessaria la cessione dell'azienda.

Se la continuità può essere perseguita solo per via indiretta è necessario **stimare le risorse realizzabili attraverso la cessione dell'azienda** e compararle con il debito per comprendere la praticabilità del risanamento

I presupposti valutativi delle stime nella CNC

Intensità della crisi e COMPLESSITA' del risanamento

Possibili situazioni di risanamento **NON** in condizioni di equilibrio economico

Difficoltà alte

L'impresa presenta un **disequilibrio economico** a regime che impone delle iniziative di discontinuità rispetto alla normale conduzione dell'impresa con interventi, ad esempio, sui processi produttivi, modifiche del modello di business, **cessioni o cessazioni di rami d'azienda**, aggregazioni con altre imprese.

Sez. I. Par. 7:

Se la continuità può essere perseguita **solo** per via indiretta è necessario **stimare le risorse realizzabili attraverso la cessione dell'azienda** e compararle con il debito per comprendere la praticabilità del risanamento

Sez. III Par. 2.7:

IN OGNI CASO, qualora l'ESPERTO reputi che il **risanamento** possa avere luogo in via indiretta attraverso la **cessione dell'azienda o di rami di essa**, dovrà tener conto delle **concrete manifestazioni di interesse** eventualmente ricevute dall'imprenditore o da terzi, **delle RAGIONEVOLI STIME delle risorse realizzabili** pur in assenza degli effetti del comma 2 dell'art. 2560 CC e **della loro adeguatezza a consentire il raggiungimento di un accordo** con i creditori

I presupposti valutativi delle stime nella CNC

Grado intensità della crisi e Valore

- ✓ **Pre-crisi:** il **valore dell'attivo** delle imprese in questo stadio di crisi ($TdR < 2$), molto probabilmente, sarà **superiore al valore del debito contabile** con una sua probabile **riduzione prospettica**. Le **modalità di risanamento** saranno **meno complesse con azioni di risanamento ASSENTI o LIMITATE**
- ✓ **Crisi limitata:** il **valore dell'attivo** delle imprese in questo stadio di crisi ($TdR > 2 = 3$), molto probabilmente, sarà **superiore al valore del debito contabile**, ma **prospetticamente si ridurrà senza azioni correttive (distruzione di valore)**. Le **modalità di risanamento** saranno, quindi, **mediamente complesse** con azioni di risanamento generalmente **NON DIFFUSE**
- ✓ **Crisi diffusa:** il **valore dell'attivo** delle imprese in questo stadio di crisi ($TdR > 3 < 6$), molto probabilmente, sarà **superiore al valore del debito**, ma **prospetticamente si ridurrà velocemente senza azioni correttive (distruzione di valore)**. Le **modalità di risanamento** saranno **complesse** con azioni di risanamento **DIFFUSE** con anche la **possibilità** di cessione azienda o rami o altri asset
- ✓ **Crisi molto diffusa e Insolvenza reversibile:** il **valore dell'attivo** delle imprese in questo stadio di crisi ($TdR > 6$, no equilibrio economico, insolvenza reversibile), molto probabilmente sarà **già inferiore al valore del debito**. Le **modalità di risanamento** saranno **molto complesse** con azioni di risanamento **MOLTO DIFFUSE** con la **probabilità** anche di una continuità indiretta (cessione azienda o rami)

I presupposti valutativi delle stime nella CNC

L'Esperto come «REGISTA»

☞ Valuta l'esistenza di una concreta prospettiva di risanamento

☞ Agevola e "facilita" le trattative tra l'imprenditore e le diverse parti

☞ Attività di vigilanza e controllo

☞ Attività consultiva per il Tribunale

Conoscere la normativa di riferimento e le possibili soluzioni consentite di risoluzione della crisi

Comprendere il cd. «rischio di intervento» derivante dal suo ruolo e delle attività che svolgerà nella CNC



Individuare correttamente i diversi **bisogni di valore** dei vari attori coinvolti nella CNC

Comprendere le **dinamiche del valore nella CNC** per condurre le parti a prendere decisioni consapevoli

- Stima liquidazione patrimonio
- Stima valore realizzo azienda
- Stima canone affitto azienda

- Necessari strumenti per aumentare la QUALITA' DELLE STIME
- Competenze specifiche
 - Principi Italiani di Valutazione
 - Impianto di valutazione e scelta del modello di stima

I presupposti valutativi delle stime nella CNC

Crisi e insolvenza in ottica valutativa

Due possibili test per verificare lo **stato di crisi/insolvenza**:

EQUITY TEST



QUANDO

l'impresa non è in grado di far fronte alle obbligazioni correnti con le risorse finanziarie a disposizione

in assenza di interventi correttivi o di rinegoziazione dei debiti, l'impresa non è in grado di far fronte alle obbligazioni che matureranno oltre il breve termine né con risorse proprie né con nuovi finanziamenti
(SBILANCIO DI CASSA)

*La **dinamica sfavorevole dei flussi di cassa prospettici** espone l'impresa al rischio di insolvenza*

BALANCE SHEET TEST



QUANDO

il valore di mercato dell'attivo nella prospettiva di funzionamento (cd. *Enterprise Value*) è **inferiore al valore nominale delle debito**
(debito out of the money)

Quando l'impresa «distrukge» valore e senza interventi specifici determina uno **squilibrio tra il valore di mercato dell'attivo e quello nominale del debito**
(SBILANCIO FRA VALORI)

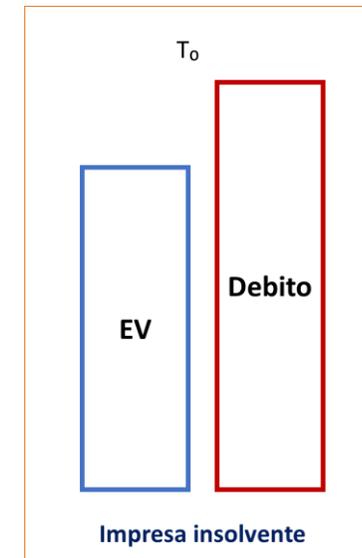
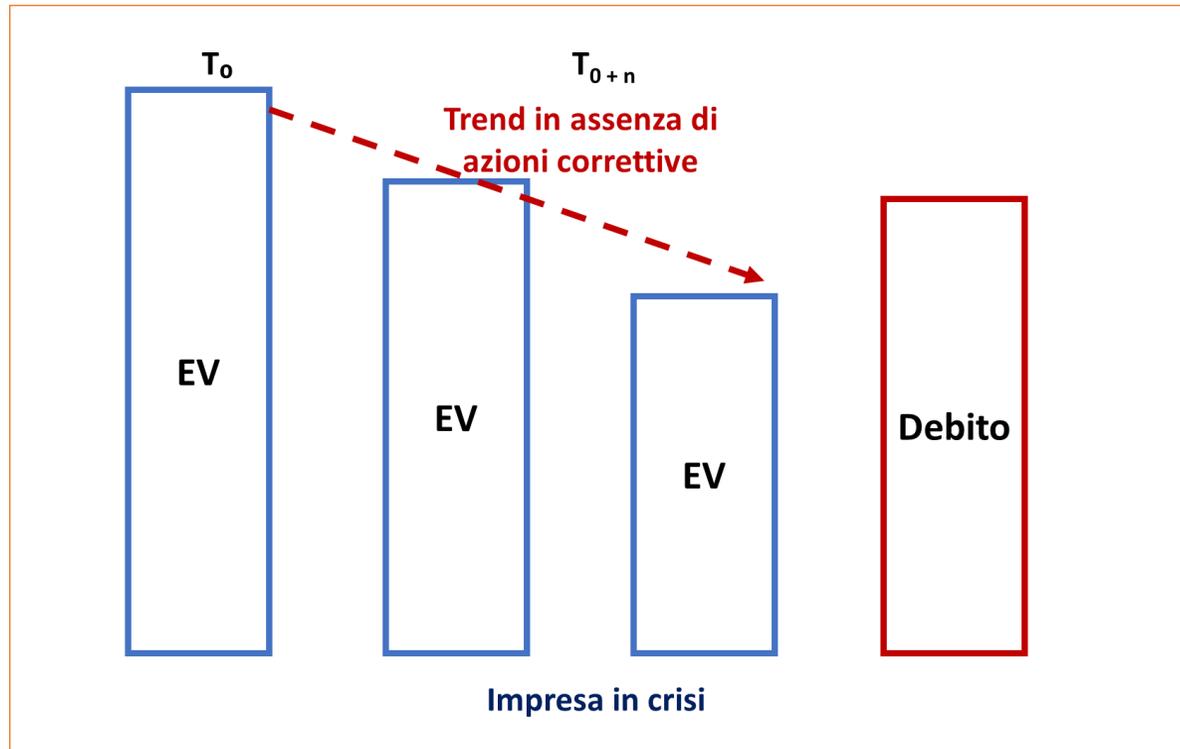
*La **riduzione progressiva del valore** espone l'impresa al rischio di insolvenza*

*solitamente condotto attraverso l'utilizzo di **MULTIPLI DI MERCATO** di società comparabili (EV/EBITDA), anche senza apportare particolari aggiustamenti alla **rischiosità specifica dell'impresa in crisi***

I presupposti valutativi delle stime nella CNC

Crisi e insolvenza in ottica valutativa

Il **balance sheet test** può essere utile anche per cogliere situazioni di «pre-crisi» nella CNC e verificarne l'evoluzione



M. BINI, *Le valutazioni nelle crisi e nelle situazioni di insolvenza delle imprese*, in *La valutazione delle aziende*, n. 1/2019

Le peculiarità delle stime in contesti di crisi

Le occasioni valutative nei contesti di crisi

Stime richieste:

- A. Da un soggetto terzo interessato ad acquisire l'azienda o un suo ramo
- B. Dall'imprenditore in «difficoltà» per
 - ✓ valutare le diverse opzioni di risoluzione della «crisi»
 - ✓ confrontare in termini di valore le diverse ipotesi del piano di risanamento
- C. Nell'ambito di una procedura concorsuale per
 - ✓ conoscere il valore di riferimento di base d'asta
 - ✓ valutare la convenienza e il grado di soddisfacimento dei creditori in diverse ipotesi di soluzione della crisi
 - ✓ valutare la congruità di un'offerta ricevuta per specifici asset (aziende, partecipazioni e intangibili)
- D. dall'attestatore a supporto delle attività da sviluppare
- E. dalla legge nell'ambito di operazioni straordinarie a servizio della risoluzione della crisi (*ad es. conferimento*)

Le peculiarità delle stime in contesti di crisi

Le valutazioni nella CNC

Alcune **possibili valutazioni nella CNC**:



Valutazioni di aziende o rami d'azienda

ESEMPI

- stima del valore dell'azienda in funzione dei diversi strumenti di risoluzione della crisi
 - senza «purgazione» dei debiti pregressi
 - con «purgazione» dei debiti pregressi
- nel concordato semplificato



Stima di liquidazione del patrimonio

ESEMPI

- nella liquidazione fallimentare
- nel concordato semplificato
- nell'amministrazione straordinaria



Valutazioni di partecipazioni

ESEMPI (maggioranza o minoranza)

- di società in crisi detenute da società «in bonis»
- di società «in bonis» detenute da società «in crisi»
(per cessioni o in contesti di operazioni straordinarie)



Altre valutazioni

ESEMPI

- Aumenti di capitale sociale
- Pareri di congruità (canone affitto, offerte ricevute)
- Strumenti di debito
- Strumenti finanziari partecipativi

Le peculiarità delle stime in contesti di crisi

Aumento del rischio di valutazione

- A. Ogni **situazione di crisi** si caratterizza per **fatti e circostanze molto specifici** che rendono difficile identificare regole generali
- B. Mancano **solidi riferimenti e best practice**:
- ✓ nella scelta criteri di valutazione
 - ✓ nella modalità di loro applicazione
- C. I **tradizionali criteri** di valutazione soffrono per:
- ✓ l'assenza di società comparabili quotate
 - ✓ Indisponibilità dei dettagli utili a fornire indicazioni significative di prezzo delle transazioni che hanno ad oggetto imprese in crisi
 - ✓ problemi di stima del valore terminale nelle valutazioni fondata sui flussi di risultato attesi
 - ✓ valori contabili anche non espressivi dei valori di mercato
 - ✓ ...

M. Bini, Valutazioni imprese in crisi (2019)

Le peculiarità delle stime in contesti di crisi

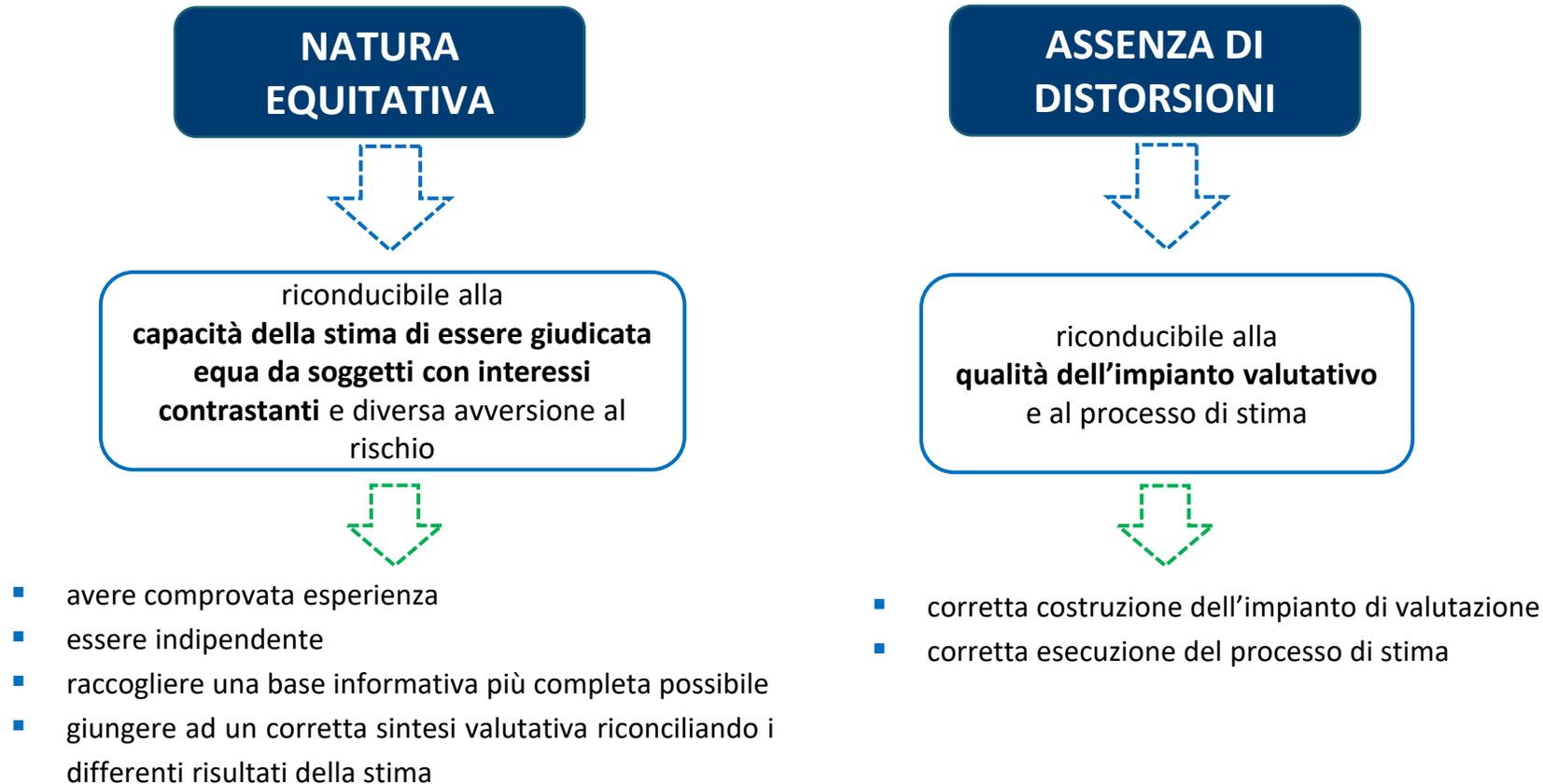
Le principali criticità



Le peculiarità delle stime in contesti di crisi

Quali requisiti?

I principali requisiti sono:



Le peculiarità delle stime in contesti di crisi

Errori da evitare

I **principali errori** nelle valutazioni di aziende in crisi sono:

- ✓ errata **configurazione di valore di riferimento**
- ✓ errata **identificazione dell'unità di valutazione** (singole attività, complessi di attività, portafogli di attività)
- ✓ processo valutativo che non considera adeguatamente i **profili di rischio** tipici dell'azienda in crisi (cd. *rischio intrinseco*)
- ✓ inadeguata **prospettiva di riferimento** (inadeguata rappresentazione della prospettiva del partecipante al mercato o appiattimento della valutazione sul piano)
- ✓ applicazione di criteri di valutazione senza adeguati **aggiustamenti richiesti dal contesto di crisi**

COME EVITARLI?



mediante la **COSTRUZIONE DI UN CORRETTO IMPIANTO DI VALUTAZIONE**
con applicazione dei PIV