



L'ESPERTO VALUTATORE E LA STIMA DELL'AZIENDA IN CRISI

Analisi delle "Linee guida per la valutazione delle aziende in crisi"

CNDCEC - SIDREA



A cura di:

Daniele Fiocco, Michele Zampieri, Giorgia Gallo,
Martino Zamboni, Stefano Golin, Luca Guazzo Crescini

Verona, 27 febbraio 2018



Agenda

1

Identificazione della crisi e determinazione del contesto valutativo

2

Prospettiva di valutazione e configurazione di valore

3

Base informativa

4

Approccio valutativo, criteri di valutazione e specificità delle stime concorsuali

5

La valutazione analitica degli elementi patrimoniali



PROSPETTIVA DI VALUTAZIONE E CONFIGURAZIONI DI VALORE

Analisi del documento CNDCEC – SIDREA
“Linee guida per la valutazione delle aziende in crisi”

A cura di Michele Zampieri



Impianto valutativo

Individuato il **contesto** tramite l'applicazione dell'analisi preliminare degli assetti aziendali sotto il profilo strategico-gestionale ed economico-finanziario al fine di comprendere le cause della crisi e gli interventi correttivi attuabili, **l'impianto valutativo** necessita della individuazione e definizione di quanto segue:

- 1** **PRESUPPOSTO DELLA VALUTAZIONE:** continuità o liquidazione (PIV)
- 2** **PROSPETTIVA DI VALUTAZIONE:** generici partecipanti al mercato o specifico soggetto (PIV)
- 3** **CONFIGURAZIONE DI VALORE E UNITÀ DI VALUTAZIONE** (PIV)
- 4** **INTERVENTI:** assetti strategici, gestionali, strutturali (SGS) invariati o corretti; pre o post money



Presupposto della valutazione

CONTINUITÀ (*going concern*)

Prospettiva che può essere assunta anche nell'ipotesi in cui la società sia in liquidazione, se oggetto di stima è un ramo che può operare in funzionamento

- Non può essere intesa come garanzia che in futuro la società non possa essere messa in liquidazione
- L'assenza di riferimenti sull'incertezza della continuità non è garanzia di going concern

LIQUIDAZIONE

Presuppone la cessazione dell'attività e la vendita dei beni in relazione alle opportunità di mercato e alle esigenze di liquidazione

- Liquidazione **forzata**: realizzata nel più breve tempo possibile
- Liquidazione **ordinaria**: nel tempo che consente il miglior realizzo dei beni da liquidare

La prospettiva della (i) continuazione o (ii) della liquidazione è un presupposto della valutazione: non è compito del valutatore accertare l'applicabilità in concreto di tale presupposto, a meno che non sia espressamente richiesto da una norma, da un principio contabile, o dall'incarico



Prospettive di valutazione

L'esigenza di esplicitare la prospettiva di valutazione discende dall'assunto che **uno stesso bene possa assumere diverso valore in relazione al soggetto che ne esercita il controllo**. La valutazione risponde alla domanda «**valore per chi?**»

1. PARTECIPANTI AL MERCATO

- Sono i potenziali acquirenti/venditori che garantiscono il massimo e miglior uso possibile (*highest and best use*)
- Prospettiva che include le sinergie universali
- e che esclude le sinergie speciali (*entity specific*)

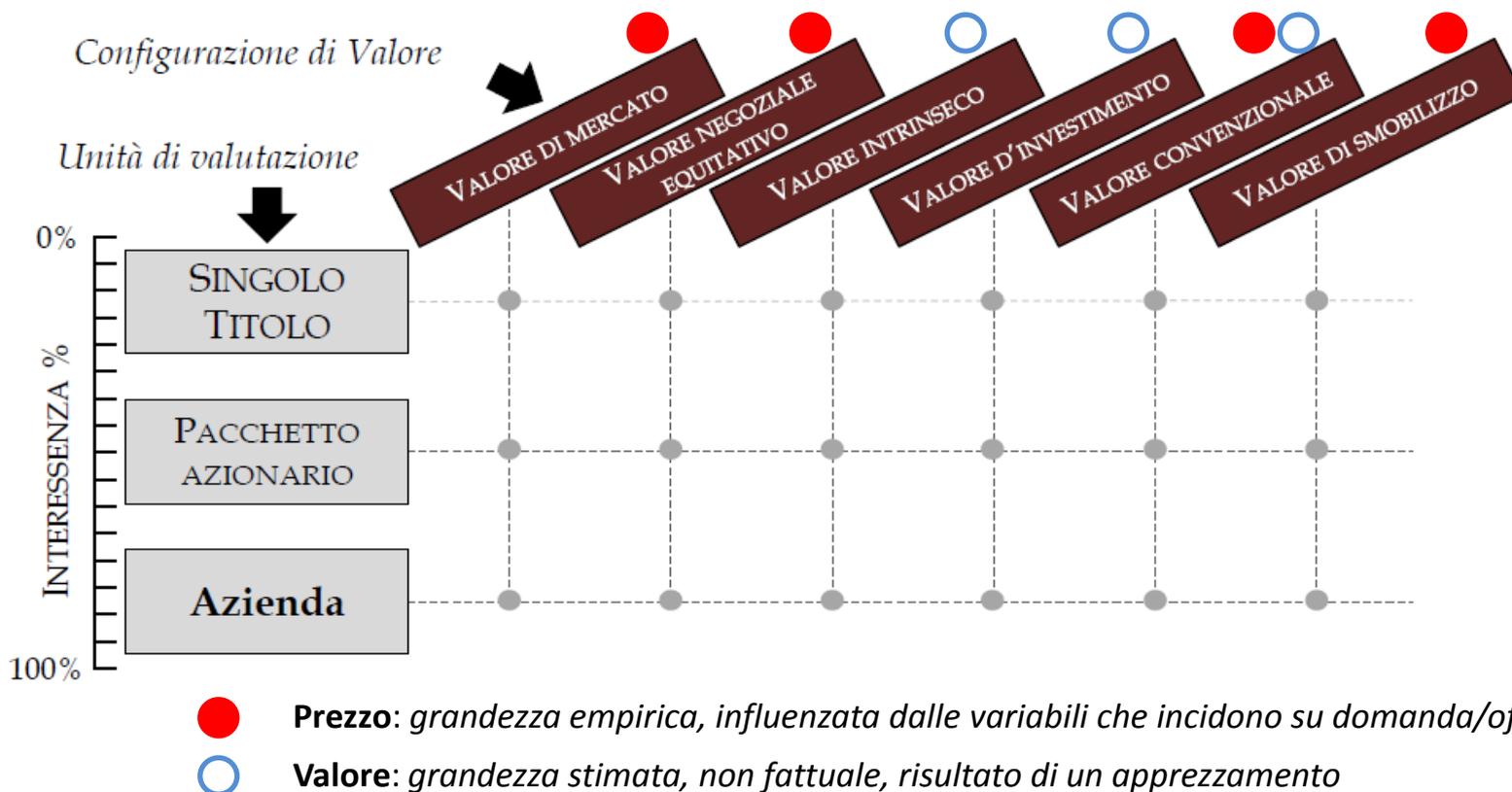
2. SPECIFICO SOGGETTO

- Prospettiva che considera i fattori che accrescono o riducono il valore dell'attività oggetto di stima e che non sono estendibili ai partecipanti al mercato (valore speciale)
 - i. **(+)** Sinergie (produttive, finanziarie, ...), benefici fiscali, diritti legali
 - ii. **(-)** dissinergie, capacità manageriali inadeguate, gravami fiscali, restrizioni legali, incapacità di adeguato sfruttamento delle potenzialità dell'attività



Configurazioni di valore

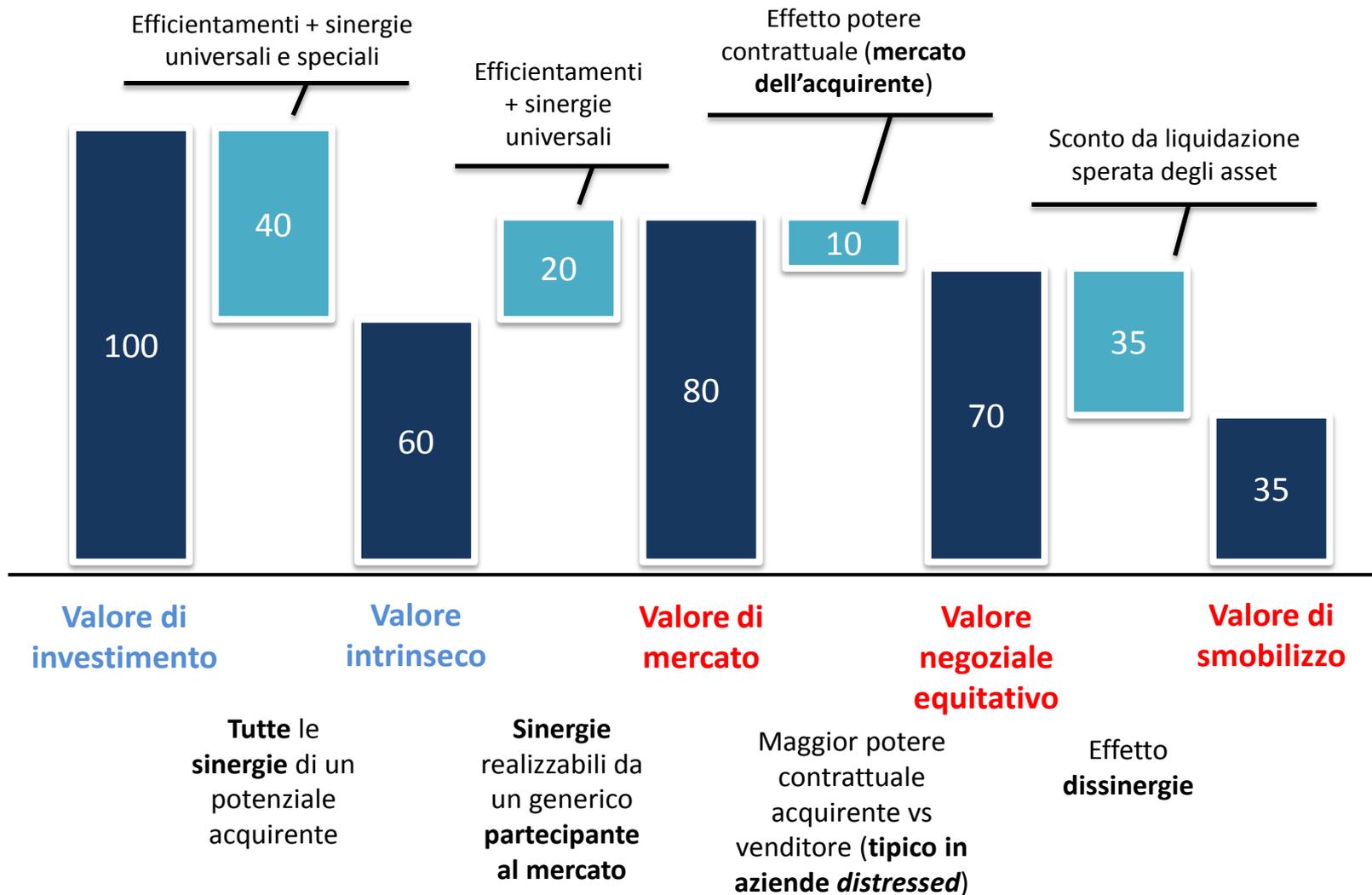
Nell'eseguire una stima, in funzione della **FINALITÀ** per cui è eseguita (M&A, operazioni straordinarie, ai fini di bilancio, contenzioso) si deve tener conto della **CONFIGURAZIONE DI VALORE** (es. valore di mercato, valore di investimento, di liquidazione, ecc.) e della **UNITÀ DI VALUTAZIONE** (azienda, partecipazione o singolo titolo)



Fonte: M. Bini



Riconciliazione delle configurazioni





Prospettiva: Assetti SGS invariati o corretti

Secondo le Linee guida il processo valutativo può essere impostato secondo due prospettive:

1. **Assetto strategico, gestionale, strutturale (SGS) ATTUALE, INVARIATO**

2. **Assetto strategico, gestionale, strutturale (SGS) CORRETTO**

a) **Valore di un complesso unitario funzionante:**

- i. nel tempo (indefinito)
- ii. Destinato alla liquidazione/cessione se, data l'assenza di interventi correttivi, col tempo non è in grado di garantire flussi (utilizzabile il metodo dei flussi esprimendo il terminal value al valore residuo dell'azienda a tale data)

b) **Valore di un complesso disaggregato in liquidazione:** valore dei singoli beni che compongono il patrimonio (metodo patrimoniale)

a) Valutazione effettuata sulla scorta di un **piano**, considerando gli effetti degli interventi correttivi dallo stesso previsti (metodo dei flussi, data la situazione non stabilizzata dell'azienda alla data di stima)

b) Stima fatta a **prescindere dal piano** se, ad esempio, non c'è disponibilità di risorse ec/fin per implementare il piano



Prospettiva *pre money* vs *post money*

Solitamente la prospettiva è ***pre-money***, escludendo quindi dalla stima il valore creato grazie all'impiego delle nuove risorse finanziarie raccolte; le prospettive di crescita considerate attengono esclusivamente a percorsi di crescita interna.

Documento OIV (bozza) su IPO, OPV, AUCAP: in contesti di ristrutturazione e *turnaround* è a volte difficile effettuare una valutazione *pre-money*, pertanto la prospettiva potrà essere *post-money* (dal momento che in assenza di immissione di nuove risorse il valore dell'azienda potrebbe risultare molto basso o, al limite, negativo).

STEFANEL

Ristrutturazione ex art. 182-bis LF



Premuda

Piano di risanamento ex art. 67 LF

AUCAP ex 2441 c. 4 c.c. a servizio della ristrutturazione / risanamento

Stima valore azioni:

- Metodo patrimoniale: valore negativo/azzerato
- DDM e DCF *pre money* (senza considerare effetto ristrutturazione): valore negativo/azzerato
- No quotazioni perché sovrastimate, data la scarsa liquidità, i limitati scambi e l'alta volatilità dei titoli



Pre money (esempio)

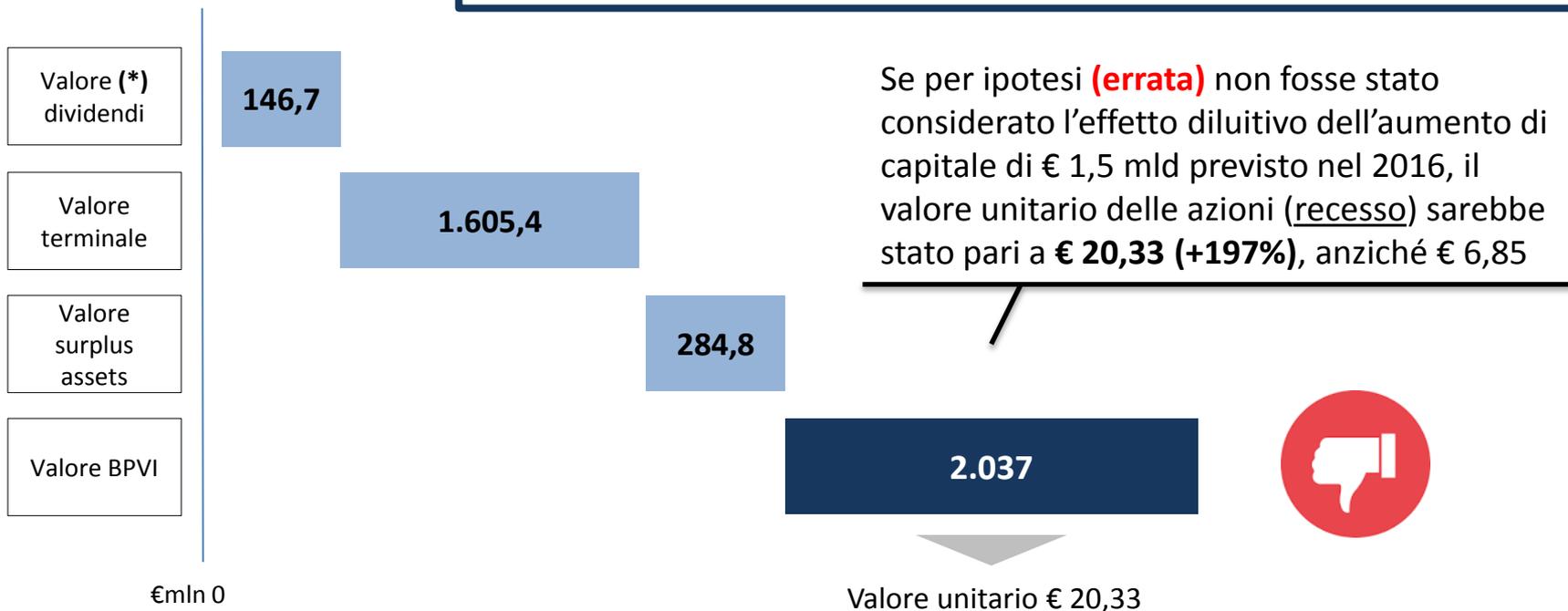


Rischio di diluizione del valore

Casistica: società che assorbono cassa, con esigenze significative di riequilibrio finanziario e che richiedono quindi l'intervento dei soci per sostenere l'attività (il valore fondamentale risulta quindi più contenuto)

La stima del **valore deve essere pre money** (ante immissione nuovo capitale) pertanto si dovrà applicare uno **SCONTO** per compensare il **rischio di diluizione** del valore a causa della necessità di ricorrere in futuro a nuovo capitale esterno

(*) Al lordo del valore attuale dell'aumento di capitale 2016 di € 1,5 mld





Pre money (esempio)

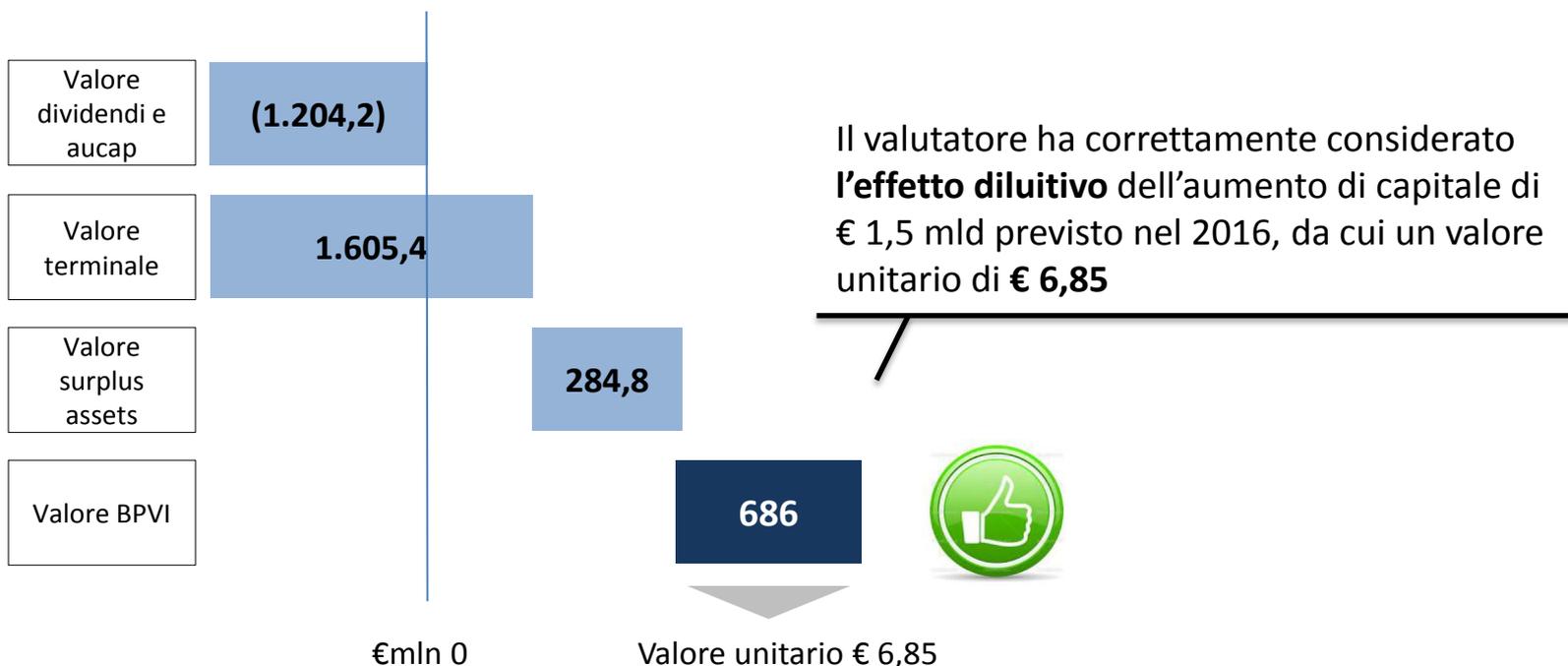


Relazione di stima ex art. 2437-ter c.c. di determinazione del valore di liquidazione delle azioni in caso di recesso (per trasformazione in spa) alla data di riferimento del 31 dicembre 2015

Tabella 13: Valore economico del capitale azionario di BPV con il metodo DDM (importi in € mln)

Valore attuale dei dividendi e dell'aumento di capitale	-1.204,2
Valore terminale attualizzato	1.605,4
Valore attuale dei surplus assets	284,8
Valore economico del capitale azionario di BPV	686

Valore unitario azioni recesso € 6,85





Relazioni tra processi valutativi, configurazioni di valore e finalità della stima

Le linee guida propongono alcuni esempi distinguendoli in due classi: **(1)** con assetti SGS invariati, **(2)** con assetti SGS corretti

(1) Assetti SGS INVARIATI

Finalità della stima	Configurazioni di valore	PIV
Cessione dell'azienda in <u>funzionamento</u> per gli organi di una procedura concorsuale <u>liquidatoria</u>	Valore del capitale economico (intrinseco)	(+ Valore di mercato)
Stima per la <u>decisione di offerta</u> dell'acquirente in una procedura concorsuale <u>liquidatoria</u>	Valore di investimento	
<u>Cessione dei beni aziendali</u> per gli organi di una procedura concorsuale <u>liquidatoria</u>	Valore di smobilizzo (liquidazione)	

Relazioni tra processi valutativi, configurazioni di valore e finalità della stima

(2) Assetti SGS **CORRETTI**

Finalità della stima	Configurazioni di valore	PIV
Stima del congruo valore di <u>cessione</u> dell'azienda in un <u>concordato in continuità</u>	Valore del capitale economico (intrinseco)	(+ Valore di mercato)
Stima del valore di <u>conferimento</u> di un'azienda <u>in crisi</u> in una società conferitaria in equilibrio	Valore del capitale economico (intrinseco)	(Minore tra valore intrinseco e di mercato)
Stima per la <u>decisione di offerta</u> dell'acquirente in un concordato in continuità	Valore di investimento	
Stima del <u>valore di acquisizione</u> di una società immobiliare (assumendo la ristrutturazione finanziaria del debito)	Valore di investimento	



Ordine dei
Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili
Verona



GRAZIE PER L'ATTENZIONE

Michele Zampieri
michele.zampieri@revidere.it