



DOCUMENTO

**“Linee guida per la valutazione
di aziende in crisi”
CNDCEC - SIDREA**

A cura del Gruppo di Lavoro multidisciplinare “Standard di Valutazione nelle Crisi Aziendali” - Cndcec - Sidrea

CONSIGLIERI DELEGATI CNDCEC

Andrea Foschi
Raffaele Marcello
Felice Ruschetta
Maria Rachele Vigani

COORDINATORI SIDREA

Giovanni Liberatore
Alessandro Mechelli
Alberto Quagli
Riccardo Tiscini

CONSIGLIERE DELEGATO FNC

Francesco Renne

SEGRETARIO SIDREA

Fabio La Rosa

COMPONENTI CNDCEC

Bruno Bartoli
Marco Cannella
Alessandro Danovi
Alberto Guiotto
Michele Pizzo
Marcello Pollio
Riccardo Ranalli
Ascanio Salvidio

COMPONENTI SIDREA

Francesco Agliata
Andrea Amaduzzi
Francesco Avallone
Francesca Bernini
Giovanni Bronzetti
Eugenio Comuzzi
Federica Doni
Olga Ferraro
Stefano Fontana
Antonio Gitto
Marco Giuliani
Rosa Lombardi
Roberto Maglio
Anna Paris
Franco Rubino
Daniela Rupo
Raffaele Trequattrini
Filippo Zanin

ESPERTI CNDCEC

Alessandro Gaetano
Alessandro Musaio

RICERCATORI

Cristina Bauco
Nicola Lucido
Matteo Pozzoli

Indice

Premessa.....	5
1. Lo scopo del documento	6
1.1. Contenuti.....	6
1.2. Destinatari	6
1.3. Quadro di riferimento.....	6
2. Identificazione e classificazione delle condizioni di crisi aziendale.....	7
2.1. Individuazione dello stato di crisi	7
3. Determinazione del contesto valutativo.....	9
3.1. I possibili contesti valutativi	9
3.2. Il contesto valutativo dell'azienda in tensione finanziaria	10
3.3. Il contesto valutativo dell'azienda in disequilibrio economico e in crisi reversibile.....	12
3.4. Il contesto valutativo dell'azienda in disequilibrio economico e in crisi irreversibile.....	14
4. La formulazione delle prospettive di risanamento e degli interventi correttivi.....	15
4.1. Processo di determinazione del valore.....	15
4.2. Variabili chiave nel processo di determinazione del valore	15
4.3. Valutazioni ad assetti invariati e ad assetti sottoposti ad interventi correttivi.....	16
4.4. Processi valutativi, configurazioni di valore e finalità della valutazione	16
5. La base documentale	19
5.1. La valutazione dell'attendibilità della base informativa	19
5.2. La verifica di ragionevolezza delle ipotesi e dei dati previsionali.....	20
5.3. L'arricchimento della base documentale con le informazioni non economico-finanziarie	22
5.4. La base documentale in assenza di un piano di risanamento	23
5.5. La base documentale in presenza di un piano di risanamento.....	24
6. Condizioni di applicabilità e scelta dei metodi di valutazione	26
6.1. La scelta del metodo di valutazione	26
6.2. I metodi di valutazione.....	26
6.3. Le valutazioni di tipo patrimoniale	27
6.4. Le valutazioni reddituali.....	28
6.5. Le valutazioni che esplicitano la creazione di valore	30
6.6. Le valutazioni di tipo finanziario	32
6.7. Le valutazioni comparative di mercato	32
7. La valutazione a sistema dell'azienda	34
7.1. Individuazione e perimetrazione delle aziende/rami da valutare	34
7.2. Flussi storici e flussi prospettici: effetti della discontinuità dei valori aziendali.....	34
7.3. Metodologia di calcolo dei flussi: approcci analitici o risultati medi.....	35
7.4. Verifica dei flussi finanziari	35
7.5. Ipotesi di incerto realizzo.....	36
7.6. La stima del tasso di attualizzazione	36
7.7. Identificazione dell'orizzonte temporale di previsione e stima del valore finale	38

8.	La valutazione analitica degli elementi patrimoniali.....	40
8.1.	Premessa.....	40
8.2.	Immobilizzazioni materiali.....	41
8.3.	Rimanenze di magazzino.....	41
8.4.	Crediti commerciali.....	41
8.5.	Debiti commerciali.....	42
8.6.	Partecipazioni.....	42
8.7.	Titoli e altre attività finanziarie.....	43
8.8.	Oneri pluriennali e beni immateriali.....	44
8.9.	Avviamento.....	46
8.10.	Debiti finanziari.....	46
9.	Specificità delle occasioni valutative.....	48
9.1.	Le valutazioni per gli organi delle procedure concorsuali.....	48
9.2.	Le valutazioni a supporto dei piani di risanamento e degli accordi di ristrutturazione.....	51
	Appendici.....	52
	Appendice A. L'incarico.....	52
	Appendice B. Processo di determinazione del valore di aziende in crisi.....	56
	Appendice C. Check List di riferimento per la costruzione della base documentale.....	58
	Appendice D. Analisi dell'informazione economica nel processo di determinazione del valore di aziende in crisi.....	64
	Appendice E. La relazione di stima.....	67
	Glossario.....	69

Premessa

Le situazioni di crisi richiedono al professionista, chiamato ad esprimere un giudizio valutativo sempre imparziale ed affidabile ma anche efficace quale supporto decisionale per il raggiungimento della migliore soluzione allo stato di crisi, di adottare particolari accortezze nello svolgimento della propria attività.

In questo contesto, la valutazione d'azienda può dare il suo contributo al perseguimento di plurime finalità: conoscere il valore dell'azienda e delle sue componenti patrimoniali; giudicare la convenienza alla prosecuzione dell'attività rispetto all'ipotesi di liquidazione; confrontare in termini di valore le diverse ipotesi evolutive di piani aziendali; permettere l'espressione del giudizio di miglior soddisfazione dei creditori richiesto all'attestatore; consentire al commissario giudiziale di comparare le diverse proposte concordatarie depositate; sostenere l'analisi in merito al rapporto tra attivo della procedura e richieste dei creditori; migliorare i processi decisionali degli organi aziendali, dei creditori coinvolti nella procedura concorsuale e degli organi della procedura concorsuale.

Le *“Linee guida per la valutazione di aziende in crisi”* si pongono quindi come ausilio per il professionista tenuto ad adempiere il compito assegnatogli attraverso l'adozione di corrette tecniche di valutazione, la ricerca delle determinanti del valore, l'appropriata scelta ed esecuzione del metodo, la spiegazione degli assunti valutativi e, infine, l'interpretazione del valore.

CNDCEC e SIDREA ritengono che la definizione di linee guida e dei contenuti minimi della relazione di stima possano assistere il processo di implementazione di tecniche di valutazione atte a migliorare la qualità della valutazione in generale e nelle situazioni di crisi nella fattispecie. Ciò anche al fine di ridurre l'instabilità delle stime di valore legata a problemi pratici di applicazione dei metodi valutativi, oltre che all'incertezza connaturata alle particolari situazioni di *stress* aziendale.

In questa prospettiva, il documento si propone di fornire un utile strumento operativo per i professionisti e gli operatori, con l'intendimento di apportare contestualmente uno sviluppo agli studi sulla materia.

Raffaele Marcello

*Consigliere nazionale del CNDCEC
con delega ai Principi contabili,
Principi di revisione e Sistema dei
controlli*

Giovanni Liberatore

*Consigliere direttivo di SIDREA con
delega alla Valutazione d'azienda*

1. Lo scopo del documento

1.1. Contenuti

1.1.1. Le linee guida analizzano le fasi del processo valutativo nelle situazioni di crisi. In particolare sono oggetto di trattazione la ricognizione delle cause della crisi, la definizione del contesto di riferimento e del quadro evolutivo, la costruzione della base documentale, la scelta del metodo di valutazione e il suo svolgimento, la declinazione delle ipotesi nello sviluppo della perizia.

1.1.2. La stesura è stata compiuta avendo a specifico riferimento la realtà delle piccole e medie imprese e definendo, laddove opportuno, le responsabilità del professionista e i suoi contorni, connessi al quadro della documentazione di supporto, fermo restando l'impegno nella ricerca della massima qualità del processo valutativo.

1.2. Destinatari

1.2.1. Il documento è rivolto primariamente agli iscritti all'albo dei dottori commercialisti e degli esperti contabili incaricati di svolgere una perizia di stima, o di esprimere un'opinione sul valore, nell'ambito dei vari contesti di crisi aziendale. Il documento può essere di utile consultazione per chi sia interessato ad avere un riferimento teorico e pratico nella lettura ragionata di una relazione di stima.

1.3. Quadro di riferimento

1.3.1. Il documento è stato redatto nel presupposto della conoscenza dei principi di valutazione generalmente accettati, composti dall'insieme dei Principi Italiani di Valutazione (PIV), emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV), e dei Principi Internazionali di Valutazione (IVS), emanati dall'*International Valuation Standard Council (IVSC)*.

2. Identificazione e classificazione delle condizioni di crisi aziendale

2.1. Individuazione dello stato di crisi

2.1.1. La corretta individuazione della situazione di crisi, delle sue cause e condizioni e del livello di gravità, anche in una logica di prevenzione dei possibili ulteriori sviluppi negativi è attività prodromica alle attività valutative. La crisi è un processo degenerativo che, se diagnosticato in modo tempestivo, ha maggiori possibilità di venire adeguatamente affrontato e contrastato.

2.1.2. La situazione di crisi può essere preceduta da uno stadio di declino, caratterizzato da manifestazioni finanziarie meno gravi rispetto a quelle presenti in una situazione di crisi conclamata. La crisi, infatti, diviene palese in conseguenza dei profili finanziari¹ anche se le cause della stessa possono essere sia finanziarie sia economiche².

In questa prospettiva, il documento del CNDCEC *“Informativa e valutazione nella crisi di impresa”*, a cui si rinvia per un’analisi più ampia in materia, già evidenzia che la crisi e l’insolvenza, di fatto, sono fasi temporalmente distinte anche se funzionalmente collegate, affermando che la crisi *“[...] non necessariamente conduce all’insolvenza, mentre quest’ultima è un effetto della crisi che rileva sulla complessiva capacità di adempiere le obbligazioni aziendali”*³.

¹ Il principio contabile OIC 6, *Ristrutturazione del debito e informativa di bilancio*, definisce una situazione di difficoltà finanziaria *“quando il debitore presenta un rapporto squilibrato tra il fabbisogno finanziario e le fonti di finanziamento, tale da essere inadempiente alle scadenze degli impegni assunti”*, ravvisando i seguenti indicatori: *“a. il debitore è in una situazione di difficoltà ad adempiere ad alcune delle sue obbligazioni, per capitale e/o interessi; b. vi possono essere fondati dubbi in merito al fatto che il debitore si trova in una situazione di continuità aziendale (going concern); c. il debitore stima che i flussi finanziari generati dalla propria gestione non siano sufficienti ad estinguere il debito sia in termini di quota capitale che di quota interessi, in base agli originali termini contrattuali e fino alla sua scadenza; d. il debitore non è in grado di ottenere risorse finanziarie a tassi correnti di mercato, per debiti con caratteristiche similari non oggetto di ristrutturazione se non dall’attuale creditore”*.

² Le cause di crisi possono essere classificate in:

- crisi da sovraccapacità produttiva che può trovare soluzione solo attraverso azioni industriali volte alla riduzione della stessa ovvero all’incremento dei volumi (anche attraverso linee esterne di crescita e cioè l’acquisizione di quote di mercato per il tramite dell’aggregazione di altri operatori);
- crisi da inefficienza tecnica od organizzativa, che necessitano di ristrutturazione organizzativa e di processo volta a ristabilire una produttività adeguata dei fattori produttivi;
- crisi da decadimento dei prodotti nelle fasi terminali del loro ciclo di vita, il cui superamento può avere luogo solo attraverso azioni radicali sul modello di *business*;
- crisi da carenza di pianificazione, che spesso si sostanziano nel sostenimento di investimenti eccessivi rispetto alle risorse finanziarie dell’impresa o in azioni confliggenti con le logiche di creazione del valore che caratterizzano l’impresa (*value proposition*);
- crisi finanziarie derivanti da: *i)* un impiego eccessivo dell’indebitamento finanziario rispetto ai mezzi propri (leva finanziaria); *ii)* dall’impropria copertura dei fabbisogni finanziari derivanti da immobilizzazioni con risorse finanziarie a breve termine; *iii)* da un decadimento della qualità dei crediti commerciali; *iv)* da un peggioramento del *mismatching* tra tempi di incasso dei crediti e di pagamento dei debiti.

³ Si veda: CNDCEC, *Informativa e valutazione nella crisi di impresa*, disponibile su:

<http://www.cndcec.it/Portal/Documenti/Dettaglio.aspx?id=e841d162-29a5-494e-ae41-3ef819a5cd1c>, 2015

Nel caso in cui, l'origine della crisi sia rinvenibile in una insostenibilità del *business*, l'impresa opera in una condizione di diseconomicità. Le linee guida si applicano, contestualizzate, sia alle crisi di natura economica sia a quelle di natura finanziaria.

2.1.3. La tempestiva individuazione dello stato di crisi si ha in una situazione di insolvenza ancora meramente prospettica e cioè in una situazione in cui, pur in assenza di ritardi negli adempimenti, ci si attende una prognostica inadeguatezza dei flussi finanziari a fronteggiare l'indebitamento e, quindi, di insostenibilità prospettica dell'indebitamento.

3. Determinazione del contesto valutativo

3.1. I possibili contesti valutativi

- 3.1.1. La causa scatenante o le concause che innestano un processo di deterioramento si riflettono sugli aspetti economici e finanziari della gestione e sui connessi equilibri di bilancio. La dinamica dei flussi e la loro ripercussione sulla struttura finanziaria sono gli aspetti che, quando di carattere storico, consentono di qualificare lo stato di crisi in cui versa l'azienda, e, quando rappresentano previsioni sulla base delle azioni di un piano industriale, permettono di qualificare le conseguenze di quella crisi in reversibile o irreversibile.
- 3.1.2. In una valutazione d'azienda, la comprensione del contesto valutativo si raggiunge tramite l'acquisizione della base informativa, la quale comprende un'analisi strategica concernente il quadro macroeconomico, quello settoriale e quello specifico dell'unità oggetto di stima, un'analisi quantitativa dei risultati storici e poi delle previsioni sia degli scenari futuri sempre relativi ai tre quadri, sia dei flussi economici e finanziari della medesima unità. Questa attività è strumentale all'analisi fondamentale che richiede la selezione, l'analisi e l'interpretazione delle informazioni acquisite e, in presenza di un piano di risanamento, un giudizio complessivo di ragionevolezza del piano adottato.
- 3.1.3. In considerazione dei dati economico-finanziari storici e prospettici e del collegamento tra stato della crisi e possibili conseguenze della stessa, si individuano i seguenti tre contesti valutativi:
- azienda in tensione finanziaria (con o senza equilibrio economico);
 - azienda in disequilibrio economico e in crisi reversibile;
 - azienda in disequilibrio economico e in crisi irreversibile.
- 3.1.4. Nel primo contesto valutativo, l'azienda si trova in una situazione di rischio di insolvenza, cioè affronta uno stadio che prospetta la difficoltà ad adempiere regolarmente le proprie obbligazioni con i mezzi a disposizione nel futuro, in quanto i suoi piani previsionali evidenziano l'incapacità sistematica dei flussi di cassa prospettici di fronteggiare l'adempimento delle obbligazioni pianificate.
- 3.1.5. Quando tali situazioni da previsionali si trasformano in uno stato non transitorio di impotenza a soddisfare le obbligazioni e diviene impossibile il ricorso al credito a condizioni normali, l'azienda si viene a collocare nel secondo contesto che tuttavia non corrisponde allo "*stato di insolvenza*" (art. 5 della L.F.).
- La varietà di indicatori o leve impiegabili per definire lo stato in cui l'azienda versa, e soprattutto le possibili strade di uscita dallo stesso, comporta che i confini di ciascun contesto valutativo non

possano essere tracciati in modo oggettivo, nonostante il ricorso, in ultima analisi, alle grandezze economico-finanziarie. Il passaggio di un'azienda da un contesto all'altro può essere lento o repentino a seguito di un evento significativo sulla dinamica dei flussi e sui conseguenti equilibri di bilancio.

3.1.6. Non è da escludere che un'azienda si trovi per un definito arco temporale in una situazione intermedia. Con un'analisi che concerne un arco temporale più ampio, il professionista sarà in grado di collocare l'azienda in uno specifico contesto valutativo.

3.1.7. Il *going concern* può riguardare anche solo una coordinazione parziale dell'azienda, rispetto alla quale è identificabile la presenza di avviamento inteso come il complesso delle risorse e condizioni immateriali che non sono identificate o identificabili separatamente dal sistema di beni complementari di pertinenza del sub-sistema aziendale. In altri termini, può verificarsi l'ipotesi di azienda in perdita o con redditività inferiore a quella ritenuta normale, e ciò nondimeno, ipotizzarsi la prosecuzione dell'attività e l'esistenza di un valore economico superiore al patrimonio netto contabile rettificato, sebbene con riferimento ad una parte di essa (es. ramo di azienda).

3.1.8. La collocazione dell'azienda in uno specifico contesto si riflette sull'attività del professionista: dall'identificazione, raccolta e analisi delle informazioni alla scelta e applicazione del metodo di stima.

3.2. Il contesto valutativo dell'azienda in tensione finanziaria

3.2.1. È un contesto in cui sussistono temporanei disequilibri finanziari. L'azienda non è in grado, con le entrate derivanti dall'attività operativa e in un ragionevole arco temporale, di garantire la copertura dei fabbisogni finanziari, originati da obbligazioni già assunte e da quelle pianificate. La carenza di liquidità determina la temporanea difficoltà ad adempiere e, quando sfocia nella difficoltà a far fronte ad obbligazioni non più dilazionabili, si manifesta un rischio di insolvenza prospettica.

3.2.2. Si colloca in questo contesto anche l'azienda che nel suo piano finanziario registra l'incapacità del flusso di cassa dell'attività operativa (quale risultato della prima area del rendiconto finanziario) di far fronte alla data corrente o nel futuro ai margini delle altre due aree (area degli investimenti e dei finanziamenti).

3.2.3. La condizione di equilibrio reddituale può considerarsi come capacità dell'azienda di remunerare nel tempo tutti i fattori produttivi, ivi compreso il capitale proprio, ovvero può riscontrarsi solo in termini di attitudine dei componenti positivi di reddito a reintegrare i

componenti negativi di reddito iscritti in bilancio, e quindi come la situazione in cui vi è un saldo positivo del Conto Economico, ancorché non in linea con le aspettative di remunerazione del capitale di rischio.

- 3.2.4. In questo contesto si colloca anche l'azienda in sovraindebitamento, ovvero in una *“situazione di perdurante squilibrio tra le obbligazioni assunte e il patrimonio prontamente liquidabile per farvi fronte, che determina la rilevante difficoltà ad adempiere le proprie obbligazioni, ovvero la definitiva incapacità di adempierle regolarmente”* (art. 6, co. 2, lett. a) della Legge 3/2012). Lo stato di sovraindebitamento è uno stato diverso dall'insolvenza conclamata in quanto sottolinea una situazione di squilibrio attuale e prospettico tra attività correnti prontamente liquidabili e passività correnti da soddisfare, che quindi viene a corrispondere ad una situazione di tensione finanziaria o di insolvenza prospettica e premonitrice dello stato di insolvenza conclamata.
- 3.2.5. Nel contesto in esame i dati relativi al passato - approccio della proiezione dei risultati storici - possono essere ancora di riferimento per definire dei plausibili risultati medio-normali attesi. I processi aziendali non presentano una conclamata situazione di distruzione di valore e sono di ausilio, ipotizzati differenti scenari futuri, per la definizione dei risultati previsionali sia di carattere economico che finanziario; le comparazioni con altre realtà aziendali possono essere assunte nel processo di stima del valore.
- 3.2.6. Nella valutazione il professionista deve attentamente esaminare le cause che hanno originato la tensione finanziaria e gli strumenti a cui l'azienda intende ricorrere per fronteggiare la situazione di squilibrio (realizzo parziale di attività accessorie, rinegoziazione del debito, ricapitalizzazione, finanziamento soci, ecc.), avendo cura di considerare all'interno della valutazione, costi, tempi ed altre implicazioni di varia natura conseguenti alle azioni individuate, o poste in essere, per riportare l'azienda in equilibrio o per evitare che questo venga meno (caso dell'azienda in insolvenza prospettica).
- 3.2.7. Il contesto valutativo che qui si esamina è una situazione in cui l'azienda può sopperire ai fabbisogni finanziari e pertanto la cui stima può essere effettuata sulla base di scenari aziendali basati su ipotesi ragionevolmente attendibili. Il professionista deve tuttavia considerare nella valutazione gli elementi di rischio connessi all'inevitabile incertezza relativa alla possibilità di successo del piano di risanamento.
- 3.2.8. Si può verificare, soprattutto per le realtà di minori dimensioni, che non sia disponibile un piano formalizzato redatto dall'azienda. In tal caso, qualora si opti per modelli che prevedono l'attualizzazione dei flussi di benefici economici o finanziari, il professionista è costretto a procedere direttamente alla previsione dei flussi di risultato sulla base delle informazioni

disponibili e dell'intendimento del *management*, e dovrà indicare con chiarezza le elaborazioni svolte e precisare le ipotesi su cui si basano, segnalando gli elementi a sostegno delle ipotesi assunte. Quanto evidenziato porta a ritenere applicabile qualunque ottica di determinazione del valore di un'azienda. L'ottica *asset side* può essere preferibile in alcune fattispecie in cui la valutazione è effettuata in circostanze di soluzioni negoziali della crisi finanziaria (accordo di ristrutturazione del debito). Se si segue l'ottica *equity side*, si dovranno adeguatamente considerare gli effetti delle attività di risanamento sulle grandezze flusso (reddituale o finanziario) e sui tassi, che dovranno pertanto essere opportunamente normalizzate.

3.3. Il contesto valutativo dell'azienda in disequilibrio economico e in crisi reversibile

3.3.1. Il processo di valutazione riferito ad un contesto aziendale che versa in uno stato di disequilibrio economico ed in crisi reversibile si differenzia dagli altri due contesti valutativi perché, pur potendosi ragionevolmente presupporre la continuazione dell'attività aziendale, l'elemento fondamentale che caratterizza la valutazione può essere rinvenuto in una significativa discontinuità tra i valori economico-finanziari attuali e quelli che ci si attende che l'azienda otterrà dopo il superamento del disequilibrio economico.

3.3.2. Il professionista si potrà trovare di fronte ad aziende che sono in grado di proseguire la propria attività al completamento dell'operazione di risanamento; tuttavia, quanto più la crisi richiede modifiche profonde delle modalità di organizzazione e/o gestione dei processi aziendali, tanto più si viene a creare una marcata differenziazione tra risultati economico-finanziari dei periodi ante ristrutturazione e risultati attesi post ristrutturazione. Di conseguenza il professionista potrebbe dover concludere che il ricorso ai dati storici può essere assai poco opportuno. In tale circostanza, coerentemente con le assunzioni poste alla base della ristrutturazione, l'utilizzo dei dati storici può essere parziale, per le circostanze in cui non sono rinvenibili significative novità, oppure *revised*, qualora i dati storici siano adottati come base per la formulazione dello scenario che si viene a configurare con le operazioni ipotizzate.

3.3.3. Anche i dati economico-finanziari relativi al periodo in cui la crisi è stata dichiarata devono essere attentamente ponderati poiché normalmente accolgono una serie, spesso assai rilevante, di rettifiche dovute alla più attenta e prudente valutazione delle poste di bilancio operata dagli amministratori.

In questi casi, il professionista dovrà necessariamente fare uso di dati prospettici estratti dai piani o, motivando la scelta, adottare i dati storici, che però andranno attentamente depurati degli effetti negativi delle criticità che è ragionevole assumere saranno rimosse. I dati storici

andranno di conseguenza integrati e/o rettificati per ponderare le modifiche della struttura dei processi.

- 3.3.4. Nel primo scenario, il professionista dovrà, innanzitutto, disporre di dati prospettici il più possibile analitici ed articolati sotto il profilo temporale oltretutto illustrati in relazione alle ipotesi sottese, in modo da poter identificare chiaramente il momento e le modalità con cui si ritiene che le condizioni di equilibrio economico (ma anche finanziario e patrimoniale) verranno ripristinate. Tali elementi dovranno, inoltre, consentire al professionista di verificare l'effettiva attendibilità delle stime, nonché il grado di realizzabilità degli effetti economico-finanziari attesi dall'operazione di risanamento avviata o in corso.
- 3.3.5. Nella valutazione dell'azienda in disequilibrio economico ma in crisi reversibile, il professionista deve aver presente che i metodi che meglio consentano di determinare il valore del complesso economico, data la continuità della gestione, sono quelli basati sui flussi e, in particolare, sui flussi finanziari. Si tratta di metodi più sensibili alle politiche di ristrutturazione.
- 3.3.6. La stima autonoma da parte del professionista e/o la rettifica, da questo operata, dei flussi di piano possono rappresentare l'approccio più idoneo per giungere alla valutazione delle aziende che si collocano nel contesto in esame (si veda Capitolo 4.).
- 3.3.7. I flussi attesi dovrebbero essere determinati separatamente per ogni singolo anno considerato, in quanto il ricorso a valori medi normalizzati rischia di condurre a risultati poco ragionevoli. L'approccio analitico può portare anche a differenziare i flussi ed i tassi applicabili alla valutazione di singoli gruppi di attività omogenee (rami di azienda). Dalla somma algebrica (al netto delle eventuali cessioni) delle separate attribuzioni di valore, si ottiene il valore complessivo dell'azienda risanata.
- 3.3.8. Il professionista può, talvolta, ritenere che nei piani vi sia la presenza di singole operazioni o ipotesi a sua opinione difficilmente verificabili (ad esempio, il caso di acquisizione di nuove e rilevanti commesse, l'abbattimento dei costi realizzato anche il tramite di una riduzione delle retribuzioni o del numero dei dipendenti in assenza di accordi sindacali conclusi, la prosecuzione di un contratto che potrebbe essere risolto dalla controparte, ecc.). Qualora ciò si verifichi, il professionista, più che operare rettifiche indistinte e generalizzate, può, se la tipologia di incarico lo consente (per un'analisi delle caratteristiche inerenti l'incarico, si veda Appendice A.), illustrando opportunamente le singole ipotesi considerate, giungere a determinare, dopo averne quantificato gli effetti, una molteplicità o un *range* di valori, ritenuti ragionevolmente attribuibili all'azienda oggetto di valutazione. Questa modalità si pone in alternativa alla determinazione di oscillazioni del valore conseguenti agli scenari di *stress*.

3.4. Il contesto valutativo dell'azienda in disequilibrio economico e in crisi irreversibile

- 3.4.1. Il disequilibrio economico-finanziario irreversibile è una situazione in cui l'azienda non è più in grado di garantire la regolare copertura dei fabbisogni finanziari, la redditività è totalmente compromessa e non vi sono ragionevoli previsioni di ristabilire l'equilibrio finanziario. È una situazione di dissesto permanente ed irreversibile. Le condizioni minime necessarie per garantire la continuità nel tempo dell'operatività quotidiana sono assenti per cui l'azienda non può essere più valutata nel suo insieme, ma deve essere considerata come composta da singoli beni suscettibili di autonomo realizzo. Il contesto di riferimento è, quindi, quello liquidatorio.
- 3.4.2. Tale contesto rappresenta l'ultima fase di vita dell'azienda ed è conseguente alla presa d'atto che la normale operatività ed ogni possibilità di recupero economico-finanziario sono ormai compromesse. Non vi sono prospettive per riportare in positivo i flussi di cassa operativi; il procrastinarsi dell'attività genererebbe solo ulteriori costi; la struttura del capitale è in una situazione di *deficit* patrimoniale permanente. In questo contesto la liquidazione dell'azienda in crisi rappresenta il percorso per il soddisfacimento dei terzi creditori.
- 3.4.3. La situazione di crisi irreversibile è una circostanza di cui occorre prendere coscienza in modo tempestivo, da parte sia dei soggetti interni che esterni al contesto aziendale, al fine di poter applicare i rimedi dovuti per limitare i danni con altrettanto tempismo.
- 3.4.4. In questo contesto, la valutazione del professionista incaricato si rende necessaria per determinare il valore di riferimento dei singoli beni da cedere, cioè il valore che costituirà la base per tutte le operazioni di cessione da parte del liquidatore.

4. La formulazione delle prospettive di risanamento e degli interventi correttivi

4.1. Processo di determinazione del valore

4.1.1. La determinazione del valore di aziende in crisi richiede la messa a punto di un insieme di attività logicamente legate tra loro nel processo di stima. Queste possono variare nell'ipotesi in cui sia disponibile o meno, o si possa formulare o meno, un piano di risanamento. La prospettiva di risanamento deve essere contestualizzata con riferimento allo stadio di crisi in cui verte l'azienda (si veda Capitolo 3.).

4.1.2. Il processo di determinazione del valore aziendale si compone di due parti principali:

- (i) l'analisi preliminare. Prende le mosse dall'identificazione del contesto valutativo (si veda Capitolo 3.) e si rivolge poi all'analisi degli assetti aziendali sotto il profilo strategico-gestionale ed economico-finanziario, con l'obiettivo di comprendere le cause della crisi e gli interventi correttivi attuabili;
- (ii) il procedimento valutativo. Comprende le scelte di fondo in termini di ipotesi e assunzioni della valutazione (assetto invariato, assetto invariato con opzioni esercitabili, assetto corretto) e, di conseguenza, la scelta del modello di valutazione. Il processo di determinazione del valore è più analiticamente illustrato nello schema riportato in appendice (si veda Appendice B.).

4.2. Variabili chiave nel processo di determinazione del valore

4.2.1. Nel processo di formulazione delle prospettive di risanamento e degli interventi correttivi e nel processo di determinazione del valore dell'azienda, di parti aziendali, di combinazioni di parti devono essere valutate attentamente, tenendo in considerazione il preliminare esame sulla natura della crisi, alcune variabili fondamentali, quali:

- le cause della criticità o dello stato di crisi dell'impresa;
- la dimensione della criticità o della crisi e il suo stato di diffusione sull'assetto strategico, gestionale, strutturale (SGS) dell'impresa e di singole parti aziendali;
- il *timing* che separa lo stato di crisi dell'impresa rispetto alla sua cessazione, in assenza di interventi correttivi;
- il riconoscimento da parte del *management* aziendale di una o più opzioni correttive per il governo e il superamento dello stato di crisi;
- la volontà di intraprendere una o più opzioni correttive da parte del *management*;

-
- il *timing* previsto per la messa a punto, lo svolgimento e il completamento dell'azione correttiva o delle azioni correttive;
 - la percezione dello stato di crisi da parte degli *stakeholder* interni ed esterni.

4.3. Valutazioni ad assetti invariati e ad assetti sottoposti ad interventi correttivi

4.3.1. In presenza di tensione finanziaria e di crisi d'impresa il processo di valutazione può essere impostato lungo le seguenti direzioni (che possono anche essere compresenti):

- una direzione tesa a esaminare l'azienda sulla base del suo assetto SGS attuale o sulla base del solo assetto strutturale attuale. In questo caso il processo valutativo viene impostato sull'assenza di azioni correttive e da esso possono scaturire due configurazioni di valore: un valore teso a sintetizzare - almeno in contesto di crisi non irreversibile - le caratteristiche di un complesso funzionante, osservato unitariamente attraverso il suo assetto SGS attuale (valore di un complesso funzionante *as it is*) o un valore teso a sintetizzare le caratteristiche della sola struttura aziendale attuale, le cui parti vengono osservate in forma atomistica o alternativamente attraverso parziali combinazioni (valore di un complesso in liquidazione *as it is*);
- una direzione tesa a riesaminare l'azienda sulla base di una o più azioni correttive di risanamento (*as it may be*). Il processo valutativo viene impostato sull'attuazione di azioni correttive che possono investire l'intero asse SGS o parte di esso, l'intera azienda o una parte della stessa.

4.4. Processi valutativi, configurazioni di valore e finalità della valutazione

4.4.1. I processi valutativi delle aziende in crisi, secondo quanto riportato nel par. 4.3, prevedono la seguente articolazione:

- valutazione economica tesa a cogliere il valore d'azienda o di parti aziendali in presenza di assetti SGS invariati (*as it is*). Nel caso di aziende in crisi è un processo valutativo riferibile ad un complesso aziendale funzionante, ma destinato alla continuità nel tempo solo se l'azienda ha già in sé, autonomamente, assetti SGS tali da condurre al risanamento senza interventi correttivi. In condizioni diverse, si tratta di un processo valutativo riferibile a un complesso aziendale destinato, in assenza di interventi correttivi, alla liquidazione o alla cessione; in tal caso, è necessaria l'identificazione dell'asse temporale che separa il momento dell'osservazione dal momento della cessazione; l'applicazione di modelli basati sull'attualizzazione di flussi di risultato prospettici può essere adottata, avendo cura di

-
- esprimere nel valore finale (*terminal value*) il valore residuo dell'azienda al momento della cessazione assoluta o relativa;
- valutazione economica finalizzata a cogliere il valore d'azienda o di parti aziendali in presenza di assetti strutturali invariati (*as it is*). È il valore riferibile ad un complesso aziendale disaggregato e corrisponde al valore di liquidazione dei singoli elementi del patrimonio aziendale. In tal caso è richiesta l'applicazione di un modello di valutazione analitico degli elementi patrimoniali (si veda Capitolo 8.);
 - valutazione finalizzata a rileggere il valore aziendale in presenza di assetti SGS o strutturali soggetti a uno o più interventi correttivi, i quali possono coinvolgere l'intero asse SGS o una parte dello stesso (*as it may be*). È il valore riferibile ad un complesso unitario e funzionante, assumendo gli effetti degli interventi correttivi, ovvero, nei casi in cui sia opportunamente applicabile il valore riferibile ad un complesso disaggregato (es. il valore di proprietà immobiliari o di *holding* di partecipazioni). In tal caso sono applicabili i modelli impostati sull'attualizzazione dei flussi di risultato prospettici e, dove opportuno, i modelli analitici di valutazione, che devono integrare le assunzioni speciali circa gli effetti degli interventi correttivi.

4.4.2. La coerenza tra contesti valutativi, processi valutativi e configurazioni di valore è garantita dalle scelte effettuate sui singoli parametri della valutazione. Ad esempio, un processo valutativo ad assetti SGS soggetti a interventi correttivi può portare alla determinazione di un valore di mercato (potenziale) come a un valore d'investimento, in dipendenza del fatto che, rispettivamente, gli interventi correttivi siano quelli adottabili dalla generalità degli operatori partecipanti al mercato (prospettiva generale di valutazione), ovvero quelli adottabili da specifici operatori (prospettiva specifica di valutazione).

4.4.3. Il processo valutativo ad assetti invariati è quello più facilmente applicabile in assenza di un piano di risanamento formalizzato. Tuttavia, anche in assenza del piano di risanamento, il professionista potrà adottare un processo valutativo ad assetti corretti, simulando autonomamente gli effetti economici e finanziari degli interventi correttivi.

Il processo valutativo ad assetti corretti è quello più naturalmente applicabile in presenza di piani di risanamento formalizzati. Tuttavia, le finalità della stima, le circostanze specifiche del contesto valutativo e l'apprezzamento dell'attendibilità del piano possono suggerire al professionista valutatore di adottare un processo valutativo ad assetti invariati anche in presenza di un piano di risanamento, non tenendo conto degli interventi correttivi in esso contemplati. Ciò può avvenire, ad esempio, nel caso in cui una procedura concorsuale debba cedere in breve tempo l'azienda

in funzionamento, ma non abbia risorse autonome per attuare gli interventi correttivi previsti dal piano.

La tabella che segue sintetizza, a titolo esemplificativo, le più probabili relazioni tra processi valutativi, configurazioni di valore e finalità della stima.

Processo valutativo	Configurazioni di valore	Finalità della stima
Assetti SGS invariati	Valore di capitale economico	Stima del valore di cessione dell'azienda in funzionamento per gli organi di una procedura concorsuale liquidatoria
Assetti SGS invariati	Valore d'investimento	Stima per la decisione di offerta dell'acquirente in una procedura concorsuale liquidatoria
Assetti SGS invariati	Valore di liquidazione	Stima del valore di cessione dei beni aziendali per gli organi di una procedura concorsuale liquidatoria
Assetti SGS corretti	Valore di capitale economico	Stima del congruo valore di cessione dell'azienda in un concordato in continuità
Assetti SGS corretti	Valore di capitale economico	Stima del valore di conferimento di un'azienda in crisi in una società conferitaria in equilibrio
Assetti SGS corretti	Valore d'investimento	Stima per la decisione di offerta dell'acquirente in un concordato in continuità
Assetti S corretti	Valore d'investimento	Stima del valore di acquisizione di una società immobiliare (assumendo la ristrutturazione finanziaria del debito)

4.4.4. Le valutazioni articolate sui benefici attesi, in particolare, risentono di una serie di fattori che devono essere attentamente considerati in modo coerente al fine di non duplicare (o annullare) gli effetti derivanti dalle ipotesi assunte.

5. La base documentale

5.1. La valutazione dell'attendibilità della base informativa

5.1.1. L'apprezzamento dell'attendibilità della base informativa è fase propedeutica all'esecuzione dell'incarico di valutazione, mirata a evitare che l'utilizzo di dati e informazioni rilevanti che presentino evidenti sintomi d'inattendibilità possano distorcere la stima, conducendo il professionista a una valutazione non corretta e gravemente inattendibile. Un dato o un'informazione inattendibile sono rilevanti quando il loro effetto sulla valutazione è idoneo ad alterare, anche solo potenzialmente, le decisioni degli utilizzatori della stima.

In presenza di rilevanti sintomi d'inattendibilità della base informativa, pertanto, il professionista deve riconoscere una limitazione che preclude lo svolgimento dell'incarico. Ove tale limitazione non sia rimossa mediante adeguamento della base informativa a cura del committente o tramite rettifiche effettuabili dal professionista, quest'ultimo deve rinunciare all'esecuzione dell'incarico.

5.1.2. L'apprezzamento dell'attendibilità della base informativa non costituisce un'attestazione sulla veridicità della base informativa stessa, né comprende un'attività di revisione sulle informazioni contabili dell'azienda. Tali attività non sono parte dell'incarico di valutazione, salvo che l'incarico non sia espressamente esteso a esse. Ad eccezione di quest'ultimo caso, il professionista riconoscerà quale modalità di svolgimento dell'incarico che le attività valutative siano svolte sulla base di dati e informazioni resi dal committente, senza effettuare su di essi attività di revisione o attestazioni di veridicità, ossia limitandosi al generale e complessivo apprezzamento dell'attendibilità della base informativa.

5.1.3. Per quanto riguarda dati e informazioni contabili, il professionista potrà trarre utili informazioni dall'analisi dei bilanci e delle situazioni contabili di dettaglio. Ad esempio, possono costituire segnali d'inattendibilità valori delle capitalizzazioni di immobilizzazioni immateriali che crescono considerevolmente negli anni in cui si acuisce la crisi finanziaria, tempi di rotazione dei crediti e delle rimanenze che salgono costantemente e raggiungono livelli di gran lunga superiori a quelli medi del settore, valori negativi o sproporzionati della cassa contanti, valori contemporaneamente molto elevati della liquidità e dei debiti finanziari, ecc.

5.1.4. Per quanto riguarda le informazioni extra-contabili, il professionista dovrà analizzare accuratamente le fonti informative, acquisendo quanto più possibile documentazione ufficiale, riscontrabile con quella originaria, proveniente da parti terze o estratta direttamente dai sistemi informativi aziendali. Ad esempio, può costituire un sintomo d'inattendibilità la produzione di documentazione parziale o artefatta, ovvero rielaborata manualmente anche laddove riguardi dati direttamente disponibili dai sistemi informativi.

5.1.5. In presenza di evidenti sintomi d'inattendibilità, il professionista deve adottare un livello di diligenza e di scetticismo professionale rafforzato, pianificando le verifiche aggiuntive che ritiene opportune, anche con tecniche di campionamento, al fine di pervenire al proprio convincimento in ordine alla inesistenza o alla irrilevanza di situazioni di inattendibilità di dati e informazioni tali da precludere l'esecuzione dell'incarico.

5.2. La verifica di ragionevolezza delle ipotesi e dei dati previsionali

- 5.2.1. Nella valutazione delle aziende in crisi reversibile o dei relativi rami di azienda e, comunque, per tutte le entità oggetto di valutazione che provengono da aziende in crisi per le quali si presuppone la prosecuzione dell'attività in base ai dati contenuti nel piano di risanamento, la maggior difficoltà che il professionista può rinvenire nell'espletamento del suo incarico attiene alla necessità di dovere basare la sua valutazione su dati previsionali che, quanto più l'operazione di risanamento è incisiva, presentano delle discontinuità, a volte anche profonde, con i dati consuntivi.
- 5.2.2. Vista l'assoluta rilevanza che i dati previsionali hanno sulla determinazione dei flussi posti alla base del processo di stima del valore delle aziende in crisi, diviene indispensabile che il professionista, prima di applicare i vari possibili modelli di stima, prenda consapevolezza delle assunzioni che sono alla base del piano (si veda Capitolo 4.).
- 5.2.3. Il piano o i documenti di natura previsionale forniti al professionista contengono una serie di elementi informativi, variamente analitici, che possono consentire di ottenere riscontri sulla ragionevolezza e la coerenza delle assunzioni. A riguardo, il professionista può basarsi sulle attività poste in essere dall'attestatore, ove esistente, ai fini dell'espressione del giudizio di fattibilità del piano, ovvero porre in essere delle verifiche autonome sulla ragionevolezza delle assunzioni e, conseguentemente, dei dati previsionali contenuti nel piano, anche se tali verifiche saranno più sintetiche e meno approfondite di quelle compiute dai soggetti che devono esprimere un giudizio professionale sul contenuto del piano e sulla sua fattibilità.
- 5.2.4. Nel caso di ricorso alle verifiche poste in essere dall'attestatore, il professionista dovrebbe poter disporre di un piano e di una relazione di attestazione che descrivano adeguatamente le ipotesi utilizzate dal *management* per la predisposizione del piano ed i controlli posti in essere dall'attestatore ai fini della verifica di fattibilità. Ove gli elementi relativi ai controlli dell'attestatore non dovessero essere adeguatamente illustrati all'interno della relazione di attestazione, il professionista dovrebbe poter analizzare gli elementi informativi acquisiti dall'attestatore e la documentazione che descriva i controlli su questi effettuati dallo stesso professionista ed i loro

esiti: tali elementi vengono solitamente riportati all'interno delle carte di lavoro dell'attestatore alle quali il professionista non ha sempre libero accesso.

- 5.2.5. In merito alle assunzioni del piano si possono distinguere le assunzioni basate sulle "migliori stime della direzione" dalle cosiddette assunzioni "ipotetiche". Nel caso di assunzioni basate sulle "migliori stime della direzione", il professionista è chiamato a considerare la fonte e la sua attendibilità e a valutare se tali assunzioni siano ragionevoli ossia basate su piani coerenti con le capacità dell'impresa. Nel caso di assunzioni "ipotetiche" il professionista deve valutare che siano state prese in considerazione tutte le implicazioni significative di tali assunzioni. Non è previsto che il professionista acquisisca prove a supporto delle assunzioni ipotetiche, quando assume convincimento della coerenza di tali assunzioni con la finalità dell'informativa economico-finanziaria prospettica e ritiene che non vi siano ragioni che rendono le ipotesi chiaramente irrealizzabili.
- 5.2.6. Il professionista è invitato a focalizzare la sua attenzione sulla misura in cui le "aree particolarmente sensibili a variazioni" hanno un effetto significativo sui risultati illustrati nell'informativa economico-finanziaria prospettica. È questo il caso specifico dei piani di risanamento che rappresentano aree particolarmente sensibili a variazioni rispetto alle quali anche il professionista dovrà effettuare dei riscontri, al limite anche indiretti basandosi sul lavoro già effettuato dall'attestatore, ove disponibile e ritenuto adeguatamente documentato, in modo da potersi formare una autonoma opinione in merito al loro complessivo grado di coerenza e ragionevolezza. Nel caso di specie, il professionista non è chiamato a formulare un suo autonomo giudizio in merito al contenuto del piano, ma deve esclusivamente svolgere tale attività di analisi quale fase propedeutica all'utilizzo dei flussi risultanti dal piano e dai documenti previsionali da cui il professionista che intende fare completo ricorso ai dati del piano potrà farlo dichiarando di non aver rinvenuto nel corso della attività di analisi preliminare elementi che portano a ritenere, in tutto o in parte, i piani, e conseguentemente i flussi in esso contenuti, irrealizzabili e/o inutilizzabili ai fini della stima del valore dell'azienda in crisi.
- 5.2.7. L'espressione del giudizio del professionista rispetto alla ragionevolezza dei dati previsionali non può assumere una valenza assoluta, ma risulta funzionale ad individuare le più corrette modalità di utilizzo degli stessi dati previsionali ai fini del complesso processo che porta alla determinazione del valore dell'azienda in crisi. Questo rappresenta l'unico elemento in relazione al quale il professionista può essere ritenuto responsabile. Ad esempio, nel caso di flussi ritenuti di dubbio realizzo, il professionista potrà, ai soli fini della determinazione dei dati di *input* da utilizzare nel modello di stima del valore della azienda, operare delle rettifiche sul valore dei

flussi (riferite anche solo al loro momento di realizzazione) o tenere conto di tale elemento in fase di determinazione del valore del tasso adottato per la loro attualizzazione.

Il professionista, all'interno della sua relazione, deve sottolineare la concordanza dei valori da lui adottati ai fini della valutazione con quelli contenuti nel piano di risanamento o sulle motivazioni che lo hanno portato ad operare eventuali rettifiche.

- 5.2.8. L'incarico di valutazione non comprende un giudizio professionale sulla fattibilità del piano. Tuttavia, il valutatore deve apprezzare i contenuti del piano con scetticismo professionale, al fine di giudicarne l'idoneità a rappresentare un attendibile e fondamentale elemento della base documentale per la valutazione. Inoltre, l'apprezzamento delle probabilità di realizzazione del piano, ancorché non oggetto di esplicito giudizio professionale, rappresenta un elemento valutativo su cui fondare le scelte in termini di flussi e tassi per l'applicazione dei metodi di valutazione basati sull'attualizzazione dei risultati prospettici, nonché in termini di grandezze fondamentali nell'applicazione dei multipli.

5.3. L'arricchimento della base documentale con le informazioni non economico-finanziarie

- 5.3.1. Nel processo di valutazione di un'azienda in crisi, di specifiche parti o di combinazioni di parti assume rilievo il ruolo delle informazioni economiche e delle basi per la produzione o acquisizione di informazioni economiche. L'obiettivo di valutare l'azienda in crisi come sintesi del suo assetto strategico, gestionale, strutturale attuale o come sintesi del solo assetto strutturale attuale (*as it is*) e l'obiettivo di rivedere il valore economico sulla base di specifiche opzioni e potenzialità o sulla base di una o più azioni correttive di risanamento (*as it may be*) impongono la messa a punto di uno schema metodologico, teso a individuare le informazioni economiche e le fonti informative da interpretare come rilevanti nel processo valutativo.
- 5.3.2. Lo schema metodologico evidenzia l'esigenza di descrivere a livello d'azienda o di singoli segmenti aziendali la formazione del valore, le sue dimensioni, la sua qualità. Lo schema metodologico evidenzia questo possibile percorso:
- le caratteristiche del *business* e dell'ambiente competitivo operativo. La parte è finalizzata, da un lato, a cogliere la dimensione, la composizione, i caratteri peculiari, la qualità, la sostenibilità nel tempo del portafoglio complessivo di *business*, dall'altro, a esprimere la dimensione, i caratteri, la sostenibilità nel tempo e il ritmo dell'ambiente competitivo operativo circostante l'azienda;
 - le caratteristiche delle scelte di finanziamento e dell'ambiente competitivo finanziario. La parte è tesa a cogliere la dimensione, la composizione, i caratteri specifici, la qualità, la

sostenibilità nel tempo delle scelte di finanziamento. Essa riflette la dimensione, i caratteri, la sostenibilità nel tempo e il ritmo dell'ambiente competitivo finanziario riconducibile all'azienda;

- le leve ricollegabili alla posizione competitiva dell'azienda. La parte è finalizzata a cogliere la dimensione, i caratteri, la sostenibilità nel tempo e il ritmo del vantaggio competitivo sia a livello operativo sia a livello finanziario;
- le leve ricollegabili all'ambiente generale, all'ambiente specifico, alle relazioni con i soggetti esterni e i *partner*. La dimensione è tesa a sintetizzare i fattori fondamentali di sfruttamento delle potenzialità insite nel sistema di relazioni con l'ambiente esterno; la dimensione è finalizzata ad enfatizzare i caratteri delle relazioni di cooperazione tra l'azienda e i *partner*;
- le leve riconducibili alle operazioni e ai processi. La dimensione è destinata a esaminare le caratteristiche delle attività e dei processi fondamentali per supportare le condizioni di vantaggio o di svantaggio competitivo che contraddistinguono l'azienda;
- le leve ricollegabili al capitale strutturale. La dimensione è finalizzata a catturare i fattori fondamentali di sfruttamento delle potenzialità insite nel capitale strutturale.

Lungo le dimensioni indicate vengono identificate alcune informazioni economiche ritenute rilevanti nel processo di determinazione e qualificazione del valore economico. Lo schema metodologico e l'insieme delle informazioni economiche rilevanti per la valutazione economica vengono sintetizzati nell'Appendice D.

5.4. La base documentale in assenza di un piano di risanamento

5.4.1. La base documentale dovrebbe essere costituita da ogni informazione considerata rilevante nel senso di potere influenzare in modo significativo la valutazione. La valutazione deve esprimere un giudizio consapevole per cui è necessario formalizzare la base informativa utilizzata, che deve essere ragionevolmente obiettiva e completa, con specifica rilevazione delle eventuali limitazioni. La diagnosi deve intendersi pertanto come un'attenta e approfondita analisi di tutte le aree dell'azienda, finalizzata all'individuazione e alla comprensione delle cause della crisi e tale da permettere l'individuazione delle soluzioni da adottare per ristabilire l'equilibrio economico e finanziario.

5.4.2. Terminata la diagnosi, pur in assenza di un piano di risanamento formalizzato, risulta più agevole definire adeguate modalità di intervento, che si differenziano in base alle cause e alla "profondità" della crisi. Gli elementi che costituiscono la "base documentale" vengono sintetizzati nell'Appendice C.

-
- 5.4.3. L'incarico di valutazione non implica una formale attestazione della veridicità e dell'attendibilità delle informazioni e dei dati ricevuti dall'impresa, né una revisione contabile su di essi, né un giudizio professionale sull'adeguatezza del sistema di controllo interno e di reporting. Tuttavia, il professionista deve assoggettare la documentazione esaminata a un esame critico che consenta di pervenire al convincimento che la "base documentale" non presenta chiari ed evidenti indici di inattendibilità ed è quindi idonea a essere posta alla base della valutazione.
- 5.4.4. L'individuazione del perimetro della base documentale, così come le modalità e tempistiche di accesso alla stessa, devono essere disponibili a "futura memoria" e pertanto sono oggetto di rilevazione interna nel corso del loro svilupparsi e di menzione nella relazione di valutazione.
- 5.4.5. La documentazione può essere formalizzata su supporto cartaceo, elettronico o di altro tipo, in ogni caso è opportuno acquisire tale base documentale con modalità tali da rendere conoscibile la fonte e la cronologia nelle fasi di acquisizione della documentazione medesima.

5.5. La base documentale in presenza di un piano di risanamento

- 5.5.1. L'ipotesi di presenza di un piano di risanamento comprende tutti i casi in cui vi sia un documento di pianificazione aziendale qualitativo e quantitativo che illustra gli interventi correttivi decisi dal *management* per la soluzione della crisi e ne sviluppa gli effetti economici e finanziari attesi. Tale ipotesi, pertanto, comprende tutte le fattispecie di piani per la soluzione delle crisi previste dalla normativa di riferimento, ma non è limitato ad esse.
- 5.5.2. L'analisi del patrimonio informativo contenuto nel piano di risanamento può consentire al professionista di ritenere non necessaria l'acquisizione distinta e autonoma di elementi della "base documentale" che sarebbero altrimenti stati necessari, in quanto contenuti nel piano di risanamento (ad esempio, situazioni contabili aggiornate, portafoglio ordini, *report* economici per aree di *business*). Se il piano rientra nelle fattispecie previste dalla normativa ed è oggetto di attestazione, anche la relazione di attestazione deve far parte della "base documentale" per la valutazione.
- 5.5.3. Il piano di risanamento ha un orizzonte limitato, di solito al massimo a 5 anni, che dovrebbe comunque essere esteso per un orizzonte temporale sufficiente a presentare un pieno recupero delle condizioni di equilibrio. Se così non fosse, il professionista deve formarsi un autonomo convincimento sulle prospettive di recupero delle condizioni di equilibrio nell'orizzonte successivo al piano, eventualmente formulando autonome proiezioni, ovvero assumere l'assenza di prospettive di risanamento e pertanto ipotesi di cessazione liquidatoria.

Risulta, pertanto, discriminante procedere con un'analisi critica delle condizioni e delle assunzioni poste nel piano, soprattutto in termini quali-quantitativi delle voci, dei relativi andamenti e delle conseguenti tempistiche di convergenza verso i livelli di equilibrio. Il livello di dettaglio della base documentale che sottende il piano riveste pertanto un ruolo cruciale.

5.5.4. Per quanto riguarda gli aspetti relativi all'indebitamento, il contenuto dell'accordo con i creditori è libero, quindi è lasciata alla volontà delle parti la libertà di accordarsi circa le modalità più idonee di rimborso. Laddove il piano non assuma il pagamento in tempi ragionevoli dei debiti scaduti e non oggetto di accordi di riscadenziamento, il professionista dovrà sottoporre a esame critico l'assunzione di continuità aziendale prospettica (si veda Capitolo 3.), eventualmente ricorrendo ad ipotesi alternative su cui fondare la stima (cessazione liquidatoria, cessione del complesso aziendale a terzi, ecc.).

6. Condizioni di applicabilità e scelta dei metodi di valutazione

6.1. La scelta del metodo di valutazione

- 6.1.1. La scelta del metodo di valutazione di un'azienda in crisi deve essere fatta tenendo presente il contesto valutativo e la configurazione del valore, oltre ovviamente alla finalità dell'incarico.
- 6.1.2. Nel caso della valutazione di un'azienda finalizzata alla cessione all'interno di una procedura concorsuale, il professionista deve, da un lato, evitare di esprimere valutazioni che possano rappresentare un patrimonio che poi potrebbe rivelarsi inesistente. D'altro canto, deve evitare di non considerare le potenzialità di ripresa, laddove esistenti, senza la cui stima si esprimerebbe un valore disponibile per i creditori più basso di quello effettivo, con i conseguenti rischi di una sottostima di un bene (si vedano parr. 4.3. - 4.5.). In questa prospettiva assumono rilievo le valutazioni ad assetti invariati (*as it is*) e le valutazioni ad assetti sottoposti a uno o più interventi correttivi (*as it may be*).
- 6.1.3. Assumendo che l'azienda sia soggetta a una crisi reversibile, il professionista deve tenere conto dei flussi di risultato attesi che l'azienda potrà ottenere, effettuando gli opportuni adattamenti rispetto al normale processo valutativo, in considerazione della necessità di rappresentare l'incertezza associata al piano di rilancio dell'attività e i relativi costi da affrontare.
- 6.1.4. La scelta di un metodo di valutazione è condizionata dalla possibilità di disporre o meno delle informazioni necessarie per la sua concreta implementazione. La scelta, ad esempio, del metodo patrimoniale implica la possibilità di definire, nei tempi richiesti e con costi compatibili con la finalità dell'incarico, il valore corrente dei beni che compongono il patrimonio aziendale. Analogamente, il ricorso ai metodi basati sui flussi è una scelta percorribile nel caso in cui sia possibile formulare ragionevoli previsioni sui risultati attesi dall'azienda. La scelta del cosiddetto metodo dei multipli è, a sua volta, condizionata dall'esistenza di aziende simili che si trovano in una situazione ragionevolmente comparabile a quella dell'azienda oggetto di valutazione.

6.2. I metodi di valutazione

- 6.2.1. La valutazione di un'azienda può essere effettuata attraverso differenti metodologie. Le presenti linee guida presuppongono la conoscenza dei metodi di valutazione, così come anche richiamati dai Principi Italiani di Valutazione (PIV) e si limitano ad un sintetico richiamo degli aspetti essenziali nei paragrafi successivi, rinviando per ogni approfondimento a letteratura e prassi

disponibili⁴. L'obiettivo è individuare le condizioni di applicabilità e i criteri, in relazione ai quali scegliere il metodo più corretto per procedere alla valutazione di un'azienda che versa in uno stato di crisi.

6.2.2. La dottrina e la pratica professionale hanno elaborato nel tempo differenti criteri di valutazione, le cui principali tipologie sono:

- a) valutazioni di tipo patrimoniale;
- b) valutazioni reddituali;
- c) valutazioni che esplicitano la creazione di valore;
- d) valutazioni di tipo finanziario;
- e) valutazioni comparative di mercato.

6.3. Le valutazioni di tipo patrimoniale

6.3.1. Le valutazioni di tipo patrimoniale (o metodi patrimoniali) si prestano ad essere utilizzate nelle aziende a forte caratterizzazione patrimoniale (immobiliari) ovvero dove il valore coincida con gli *asset* posseduti (*holding*). In presenza di disequilibrio economico il metodo patrimoniale è usato per determinare il valore degli *asset*, quale raffronto per le ipotesi di vendita atomistica dei beni ovvero di continuazione dell'attività.

6.3.2. La valutazione patrimoniale semplice si distingue dalla valutazione patrimoniale complessa per il modo con cui prende in considerazione i beni immateriali. Il metodo patrimoniale semplice stima il valore prospettico dei costi capitalizzati e dei beni immateriali presenti in bilancio, mentre il metodo patrimoniale complesso considera tutti i beni immateriali, anche quelli non rappresentati in bilancio, e li valuta *ex novo* sempre sulla base delle loro prospettive.

6.3.3. La formulazione del metodo patrimoniale semplice è la seguente:

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

dove:

V_e è il valore del capitale economico,

K_0 è il capitale netto rettificato a valori correnti,

C è il capitale netto contabile,

P sono le plusvalenze originate dagli elementi patrimoniali,

M sono le minusvalenze originate dagli elementi patrimoniali,

⁴ Tra gli altri si veda SIDREA, AA.VV., *La valutazione delle aziende in crisi*, Collana di Studi di Valutazione d'Azienda, Giuffrè Editore, 2014.

t è l'aliquota fiscale potenziale da applicarsi al saldo (se positivo) fra plusvalenze e minusvalenze.

6.3.4. La formulazione del metodo Patrimoniale Complesso è la seguente:

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

dove:

K'_0 è il patrimonio netto rettificato con esclusione dei beni immateriali,

BI sono i beni immateriali.

6.3.5. La valorizzazione dei beni immateriali pone, in situazioni di crisi, una serie di problemi potendosi, a seconda dei criteri utilizzati, pervenire a risultati anche fortemente difformi; per tali ragioni, le metodologie applicate devono essere particolarmente rigorose (si veda Capitolo 8.).

6.3.6. Nella prospettiva di continuità aziendale dell'azienda in crisi, il professionista deve contemplare una possibile rideterminazione dei valori correnti dei beni da situazione di sotto-utilizzo. In una logica di sotto-produzione, il valore del bene potrebbe essere inferiore al costo di sostituzione ed essere "controllato" in misura dei benefici attesi. In questo senso, possono essere consultati anche per la determinazione corretta dei dati lo IAS 36, *Riduzione durevole di valore delle attività*, e l'OIC 9, *Svalutazioni per perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni materiali e immateriali*.

6.3.7. Il metodo patrimoniale, nelle sue varianti di metodo semplice o complesso, è solitamente il metodo di riferimento delle aziende in crisi che optano per la soluzione liquidatoria. L'identificazione del capitale netto rettificato fornisce comunque una misura delle potenzialità patrimoniali dell'organizzazione. Ne consegue che la sua misurazione può fornire di per sé una informazione utile e comporre parte integrante e cruciale dell'analisi fondamentale che porta alla valutazione dell'azienda, nonché a definire le scelte in merito alla eventuale convenienza a cessare l'attività.

6.4. Le valutazioni reddituali

6.4.1. I metodi reddituali si basano sull'assunto che la capacità reddituale è la grandezza che meglio descrive il valore aggregato dell'azienda, nella prospettiva che il valore dell'azienda si identifica con la sommatoria dei flussi economici ottenibili a cui si aggiunge, laddove l'orizzonte temporale sia limitato, il valore finale. Ai fini di una maggiore significatività della stima, è opportuno tenere conto dei risultati economici attraverso il ricorso a verifiche reddituali, effettuabili individuando non solo le attività e le passività, ma anche prodotti, tecnologie, mercati e clientela.

6.4.2. Nelle situazioni di disequilibrio economico le valutazioni reddituali sono rese più complesse dal fatto che il reddito è in genere negativo e che potrebbero determinarsi situazioni in cui il valore stesso dell'azienda sia negativo per la previsione di costi di ristrutturazione superiori al risultato ottenibile in caso di liquidazione. L'utilizzo del metodo reddituale deve, in ogni caso, tenere conto dei costi di ristrutturazione da sostenere.

6.4.3. In generale il procedimento di valutazione reddituale prevede le seguenti fasi:

- a) determinazione dell'orizzonte temporale di riferimento;
- b) normalizzazione del reddito o stima puntuale dei redditi futuri;
- c) determinazione del tasso da impiegare per l'attualizzazione.

6.4.4. La determinazione dell'orizzonte temporale di riferimento prevede la scelta di esaminare un numero (n) di intervalli discreti su cui proiettare i redditi futuri. In questo caso la formula sarà:

$$V_e = \sum_{t=1}^n R_t (1+i)^{-t} + VF + Vba$$

dove:

R_t è il flusso normale di reddito netto atteso nell'anno t-esimo,

i è il tasso di attualizzazione dei flussi reddituali,

n è il numero di gli anni che compone il periodo di previsione analitica,

VF è il valore finale (*terminal value*) del complesso aziendale oggetto di stima, attualizzato alla data della stima,

Vba è il valore corrente dei beni accessori.

6.4.5. Il processo di normalizzazione del reddito richiede di riferirsi al reddito che è ragionevole prevedere possa essere conseguito nel futuro in rapporto alle sue caratteristiche attuali o a quelle derivanti da interventi correttivi, di ristrutturazione, razionalizzazione, o da investimenti straordinari.

6.4.6. Nel caso di aziende in crisi la normalizzazione presenta particolari complessità e necessita di adeguata giustificazione delle ipotesi. Può essere allora preferibile riferirsi al reddito operativo piuttosto che al reddito netto, nel qual caso la formula del valore diviene la seguente:

$$V_e = \sum_{t=1}^n Ro_t (1+io)^{-t} + VF + Vba - PFN$$

dove:

PFN è la posizione finanziaria netta.

6.4.7. La determinazione del tasso (i o io) deve avvenire tenendo in considerazione la tipologia di flusso di reddito rispettivamente netto per i (logica *equity side*) e operativo per io (*asset side*). Per la misurazione del tasso si veda Capitolo 7.

6.5. Le valutazioni che esplicitano la creazione di valore

6.5.1. I metodi misti patrimoniali reddituali - denominati anche nei PIV come valutazioni che esplicitano la creazione di valore - stimano il valore aziendale come somma di due componenti elementari, e cioè rispettivamente:

- il valore patrimoniale delle attività dell'azienda, risultato della stima patrimoniale;
- il valore "creato" (o distrutto), inteso come avviamento positivo (*goodwill*) o negativo (*badwill*), pari al valore attuale del flusso di sopra-redditi (sotto-redditi) che l'impresa oggetto di valutazione è in grado di ritrarre dall'impiego delle attività gestite.

6.5.2. L'approccio basato sui metodi misti patrimoniali reddituali si riferisce ad un concetto largamente sviluppato nella teoria economica, secondo il quale il capitale di un'azienda deve essere valutato in funzione sia della dotazione di beni tangibili e intangibili, sia della capacità del *management* di ritrarne saggi di remunerazione superiori a quello "normale". Tale capacità è normalmente rappresentata su un periodo compreso tra 5 e 10 anni. Nel caso di aziende in crisi l'applicabilità del periodo più ampio dipende dal rischio implicito nel piano di risanamento e quindi il rischio sarà riflesso da una adeguata combinazione di questi due elementi: durata del periodo (n) e tasso di attualizzazione (j o io).

6.5.3. Il metodo viene solitamente proposto in diverse versioni, nella logica *equity side* la formula è:

$$V_e = K'_0 + \sum_{t=1}^n (R_t - i' K'_{t-1}) (1+i)^{-t} + Vba$$

dove:

i' è il saggio di rendimento normale del capitale netto.

6.5.4. Nella versione *asset side* (conosciuta anche come formula dell'*Economic Value Added* – EVA) si ha:

$$V_e = K'_0 + \sum_{t=1}^n (RO_t - i'' K O_{t-1}) (1+io)^{-t} + Vba - PFN$$

dove:

i'' è il saggio di rendimento normale del capitale operativo investito netto.

6.5.5. La formula può essere declinata assumendo varie ipotesi sull'entità del patrimonio (K o Ko) a cui si applica il saggio di rendimento normale. L'ipotesi più semplice è di riferirsi al capitale espresso a valori contabili, mentre ipotesi più corretta è quella di riferirsi al capitale espresso a valori correnti, al netto delle passività non trasferite. Una ulteriore ipotesi è quella di misurare il capitale aumentato degli investimenti aggiuntivi, ovvero dei nuovi apporti di capitale proprio, che sono necessari per assicurare il ripristino delle condizioni di equilibrio economico.

6.5.6. La riespressione a valori correnti delle immobilizzazioni può generare rettifiche di rilevante entità. Quando si è in presenza di un'azienda in crisi, generalmente con risultati economici negativi, il maggior valore attribuito ai cespiti ammortizzabili fa incrementare non soltanto il valore del patrimonio, ma anche l'ammontare delle quote di ammortamento, producendo un'ulteriore riduzione del risultato economico di esercizio, già negativo per effetto della gestione. In queste situazioni è preferibile procedere ad una rivalutazione parziale degli elementi patrimoniali entro i limiti della capacità di reddito dell'impresa (si veda anche par. 6.3.6.).

6.5.7. Nelle aziende in crisi che versano in condizioni di disequilibrio economico, la capacità di ammortamento - che rappresenta il valore massimo dei cespiti iscrivibile in bilancio, calcolata come differenza tra la capacità di reddito dell'impresa e la congrua remunerazione del capitale investito - non può eccedere il valore di ricostituzione dei cespiti. Nella stima del valore del capitale si può pertanto operare attraverso la determinazione del valore dei cespiti ammortizzabili sulla base della capacità di ammortamento dell'impresa, senza procedere alla rivalutazione dei cespiti, provvedendo successivamente all'abbattimento di tale valore in considerazione delle condizioni (negative) di redditività che caratterizzano la gestione dell'azienda oggetto di valutazione.

6.5.8. Nel caso della valutazione delle aziende in crisi, la decurtazione delle passività sorte anteriormente al trasferimento dell'azienda a seguito di soluzioni negoziali della crisi d'impresa o perché i debiti restano in carico alla procedura concorsuale impone - in sede di stima del reddito medio normale atteso (R_0) - l'assunzione di precise ipotesi in ordine alla evoluzione della struttura del capitale circolante netto e dell'indebitamento, all'epoca della stima e negli anni a venire.

6.5.9. Il capitale rettificato (K'_0) a cui si somma l'avviamento può essere anche comprensivo dei beni immateriali specifici, in tal caso la formula (nel caso di *asset side*) diviene la seguente:

$$V_e = (K'_0 + I_0) + \sum_{t=1}^n [(R_{0t} - i''(K'_{0,t-1} + I_0)) (1 + io)^{-t} + Vba - PFN$$

Nell'azienda in crisi che ha un valore del reddito modesto, anche nei primi anni del piano di risanamento, potrebbe verificarsi che l'assegnazione ai beni immateriali specifici di un valore positivo comporti la stima di valore di avviamento negativo (*badwill*). Il *badwill* funge allora da valore correttivo dei beni immateriali, ovvero si pone come una verifica di congruità di detto valore.

6.5.10. Laddove il *badwill* risulti superiore al valore patrimoniale, la cessione dell'azienda potrebbe essere impraticabile, poiché qualsiasi valore di cessione sarebbe superiore rispetto al suo

effettivo valore. La società, qualora ciò si verifici, dovrebbe perseguire altre soluzioni come il risanamento o la liquidazione.

6.6. Le valutazioni di tipo finanziario

6.6.1. Con i metodi finanziari il valore dell'azienda corrisponde alla somma dei flussi di cassa ottenibili nel futuro senza alterare l'equilibrio aziendale, cui si aggiunge, nel caso della capitalizzazione limitata, il valore finale. Il flusso di cassa deve essere adeguatamente normalizzato in funzione delle ipotesi sottostanti alla continuità aziendale.

6.6.2. Il metodo di stima finanziario basato sui flussi di cassa disponibili per l'impresa (F_0) risulta indicato per la valutazione di aziende caratterizzate da livelli di *leverage* elevati, come sono in genere le aziende in crisi. L'utilizzo del flusso di cassa disponibile permette, infatti, di ovviare ad un limite applicativo del flusso monetario netto, cioè la possibilità che quest'ultimo assuma segno negativo.

6.6.3. Nella versione *asset side* la formula del metodo finanziario è la seguente:

$$Ve = \sum_{t=1}^n F_{0t} (1 + io)^{-t} + VF + Vba - PFN$$

6.6.4. Nelle situazioni caratterizzate da forti evoluzioni, come indicato anche dai PIV, l'impatto degli investimenti (come avviene nei primi periodi di *turnaround*) o dei disinvestimenti (come nei casi di dismissione dei rami d'azienda) può creare significativi disallineamenti tra redditi distribuibili e flussi finanziari. I metodi finanziari con previsione analitica dei flussi, in tali contesti si lasciano, quindi, preferire, almeno sino al supposto raggiungimento di una situazione stazionaria. Laddove, infatti, esista una condizione di stabilità nel medio-lungo periodo i flussi reddituali e finanziari coincidono.

6.6.5. In situazioni di crisi l'azienda può presentare flussi finanziari prospettici negativi. Qualora ciò si verifici solitamente la prassi dispone che i flussi negativi siano attualizzati ad un tasso che non tenga in considerazione il fattore di rischio.

6.7. Le valutazioni comparative di mercato

6.7.1. Le valutazioni comparative di mercato concepiscono il valore del capitale dell'impresa in funzione dei prezzi, espressi dai mercati regolamentati ovvero in negoziazioni private, per quote di capitale dell'azienda medesima o di aziende simili o comparabili. Esso richiede lo sviluppo di indicatori di valore, c.d. multipli, ottenuti rapportando il prezzo effettivo del capitale delle imprese scelte come riferimento (aziende comparabili o *comparables*) al valore di alcune

quantità aziendali, e si fonda sull'ipotesi di applicabilità di tali rapporti anche all'impresa oggetto di valutazione.

- 6.7.2. Dati gli aspetti generali sopra delineati, l'applicazione del metodo dei multipli di mercato prevede alcune scelte riguardanti il "mercato attivo" di riferimento e la definizione delle variabili ricomprese nella determinazione dei multipli.
- 6.7.3. In funzione del mercato attivo di riferimento, nel quale vengono osservati i prezzi delle società comparabili a quella oggetto di valutazione, il metodo è declinabile in base all'approccio dei multipli borsistici o all'approccio delle transazioni comparabili. Nel primo caso, i prezzi vengono desunti dal mercato borsistico e le società comparabili sono identificate in un campione di società quotate. Nel secondo caso i prezzi vengono desunti da un insieme di transazioni di quote significative (spesso di controllo) del capitale di società comparabili.
- 6.7.4. In funzione delle variabili impiegate è possibile distinguere tra moltiplicatori *equity side* e *asset side*. Nel primo caso il numeratore è definito come il valore del capitale, nel secondo caso il numeratore è definito come il valore corrente del capitale operativo (*Enterprise Value*, EV). La distinzione tra multipli *equity* e *asset side*, influisce sulla definizione delle variabili utilizzabili al denominatore dei multipli. In caso di multipli *equity side* al denominatore dovranno essere utilizzate misure di *performance* che remunerano il solo capitale proprio; in caso di multipli *asset side* al denominatore dovranno essere considerate solo misure di performance che remunerano l'investimento nel totale dell'attivo.
- 6.7.5. La presenza di squilibri economici crea inevitabili difficoltà nell'adozione dei metodi che qui si discute, specialmente per quanto attiene l'applicazione dell'approccio dei sopra richiamati multipli borsistici, stante che la presenza di margini negativi rendono automaticamente insensata l'adozione del multiplo. A tale scopo, le valutazioni di tipo *asset side* sono preferibili (per es. Ebitda, se non negativo).
- 6.7.6. L'impiego di un multiplo sull'Ebitda richiede la sua normalizzazione con gli stessi criteri precedentemente richiamati a proposito del metodo reddituale.
- 6.7.7. L'esistenza dei presupposti che portano all'applicazione dei metodi in oggetto può portare alla stima del valore potenziale dell'azienda, anche adottando grandezze che siano finalizzate all'identificazione della capacità strutturale dell'organizzazione.

7. La valutazione a sistema dell'azienda

7.1. Individuazione e perimetrazione delle aziende/rami da valutare

- 7.1.1. Nell'ambito delle valutazioni una delle principali attività è l'individuazione dei beni che compongono l'azienda o i rami della stessa. Prima di procedere ad una qualsiasi stima occorre delineare correttamente l'esatto perimetro di analisi. Il problema si acuisce sensibilmente in un contesto di crisi, poiché non si opera in normali condizioni di funzionamento dell'intero complesso e dei singoli beni che lo compongono.
- 7.1.2. L'attività che il professionista è tenuto a svolgere varia in funzione del contesto e della finalità della valutazione. In alcuni casi la definizione del perimetro dell'azienda oggetto di valutazione è definito *a priori* e acquisito, senza verifiche ed integrazioni, dal professionista ai fini della valutazione. In altri casi è richiesto al professionista di verificare e definire l'esatto perimetro dell'azienda oggetto di valutazione. In tale secondo caso valgono le seguenti indicazioni.
- 7.1.3. L'azienda, o un suo ramo, è costituita da un complesso coordinato di beni, di rapporti giuridici, di risorse umane unite da una finalità economica comune e dalla capacità di generare un autonomo flusso di risultati; così, in un contesto di crisi, il professionista deve verificare la presenza di tutte queste condizioni indicando nella stima l'esistenza o meno delle predette condizioni ed i pregiudizi sul normale esercizio dell'azienda (o del ramo di azienda).
- 7.1.4. Se la valutazione avviene in un contesto di crisi avanzata che si inserisce nell'ambito di strumenti stragiudiziali di composizione della crisi, il professionista deve esaminare e tenere conto degli accordi e delle contrattazioni in essere per il mantenimento della continuità aziendale e per la ristrutturazione dei debiti. Situazione che non deve essere sottovalutata anche nell'individuazione del perimetro dell'azienda. Il perimetro aziendale può essere, infatti, fortemente condizionato dagli accordi raggiunti o *in itinere*. Qualora gli accordi con i creditori non risultino ancora definiti, la valutazione dovrà ipotizzare più scenari e più ipotesi di perimetro dell'azienda.

7.2. Flussi storici e flussi prospettici: effetti della discontinuità dei valori aziendali

- 7.2.1. L'adozione di metodologie basate sui flussi si confà meglio alle situazioni di continuità ovvero di singoli *asset* espressi al valore d'uso. Inoltre, occorre far presente come, allorquando il processo di risoluzione della crisi sia stato avviato e/o portato a compimento, anche solo con la riduzione dell'indebitamento e/o la ridefinizione delle scadenze di rimborso dello stesso, si venga inevitabilmente a creare una discontinuità tra l'andamento dei flussi storici e di quelli prospettici.

7.2.2. La strada preferibile da seguire è quella di fare riferimento ai flussi prospettici, solo in presenza di piani ritenuti attendibili. Ovviamente, i piani considerati dovranno contenere un livello di dettaglio ed un'articolazione temporale tali da consentire la chiara individuazione degli elementi necessari per il calcolo dei flussi e per la loro corretta attribuzione dal punto di vista temporale. All'estendersi dell'orizzonte temporale il grado di affidabilità delle previsioni si riduce, così che la scelta del numero di periodi da considerare, seppur rimessa al professionista, va opportunamente motivata.

7.2.3. Qualora si decida di fare riferimento ai valori storici, il professionista deve avere cura di depurare i flussi dall'effetto generato dalle operazioni di ristrutturazione realizzate e/o da realizzare (quali ad esempio, accordi con il personale, cessione o chiusura di rami).

7.3. Metodologia di calcolo dei flussi: approcci analitici o risultati medi

7.3.1. Il professionista può considerare flussi periodici differenziati, piuttosto che ricorrere a valori medi normalizzati.

7.3.2. Nel caso di operazioni di *turnaround* spesso i piani prevedono che gli effetti della ristrutturazione si producano gradualmente nel tempo, con risultati notevolmente differenziati nei singoli periodi e, a volte, con *trend* non uniformi. In tale ipotesi, è opportuno considerare separatamente i risultati previsti in funzione delle azioni prospettate, in modo da poter dare separata evidenza degli effetti delle operazioni di ristrutturazione attribuendoli ai flussi attesi per singolo periodo considerato.

7.3.3. Il professionista deve considerare la differenza di valore tra flussi economici e flussi finanziari. Se rilevante può ritenere più opportuno riferirsi ai flussi finanziari, evidenziando i rischi connessi alla effettiva realizzazione dei risultati attesi.

7.4. Verifica dei flussi finanziari

7.4.1. Un ulteriore elemento da considerare nella stima dei flussi attesi, distinti per singolo periodo, attiene all'effettiva coerenza tra flussi in entrata e flussi in uscita.

7.4.2. Nel caso di operazioni di ristrutturazione finanziaria, nel periodo immediatamente successivo al perfezionamento dell'accordo con i creditori si attraversa una fase di criticità nel bilanciamento dei flussi finanziari. In questo caso, il professionista deve considerare gli impatti che una eventuale situazione di squilibrio, sia pure temporaneo, dei flussi può produrre sulla prosecuzione dell'attività aziendale, verificando la presenza di adeguate riserve di liquidità e la reale esistenza di linee di fido che assicurino il reperimento delle risorse finanziarie necessarie ad assicurare la prosecuzione dell'attività aziendale. In assenza di tali ipotesi, va verificata la

capacità dei soci di riferimento di garantire la disponibilità e/o l'impegno a reperire le relative risorse finanziarie.

In ogni caso, il professionista deve dare adeguata informativa su tale fenomeno all'interno della sua relazione di stima.

7.5. Ipotesi di incerto realizzo

7.5.1. Come visto in precedenza, laddove il piano dovesse fare riferimento a singole fattispecie il cui realizzo può risultare incerto e che sono in grado di condizionare in maniera rilevante il valore dei flussi prodotti (ad esempio, la prosecuzione di un contratto pendente, l'aggiudicazione di una nuova gara o la concessione e/o il rinnovo di un'autorizzazione a costruire o un accordo sindacale con i dipendenti volto a ridurre i costi del lavoro), il professionista può ipotizzare il ricorso a più scenari alternativi. In tale ipotesi la stima conduce ad un intervallo di valori attribuibili alla azienda, tutti ritenuti accettabili e ragionevoli. Per rendere interpretabile tale intervallo, il professionista può assegnare la probabilità che tali valori possano effettivamente essere realizzati.

7.5.2. Il professionista, pur non dovendo attestare i valori del piano che gli sono stati presentati e la fattibilità delle ipotesi in esso previste, non può limitarsi ad assumere acriticamente gli elementi previsionali che gli vengono forniti per la stima dei flussi. Il professionista sarà tenuto, nella fase di determinazione dei flussi, a rettificare gli elementi del piano ritenuti palesemente incongrui, incoerenti e/o irrealizzabili.

7.6. La stima del tasso di attualizzazione

7.6.1. Il tasso di attualizzazione serve per determinare il valore attuale dei flussi prospettici. Maggiore è il rischio che un certo flusso non si verifichi e maggiore deve essere il tasso. Per questo nel caso di valutazione di aziende in crisi il professionista deve impiegare tassi più alti che nelle valutazioni ordinarie.

7.6.2. Attraverso la stima del tasso il professionista attribuisce una sua personale opinione alla probabilità che il piano si realizzi effettivamente. Per la stima del tasso il professionista deve, implicitamente o esplicitamente, definire i diversi scenari probabilistici relativi alla realizzazione del piano e assumere una media di tutti i possibili valori assunti dai flussi prospettici.

7.6.3. In riferimento al tempo il professionista può adottare un approccio semplificato basato sull'uso di un unico tasso medio relativo al periodo di orizzonte analitico del piano in luogo di tassi distinti per ciascun esercizio.

7.6.4. Il tasso deve essere omogeneo con i flussi e quindi si devono impiegare tassi diversi per i flussi operativi (o *unlevered*) e i flussi netti (o *levered*).

7.6.5. Per attualizzare i flussi il professionista può riferirsi al modello del tasso aggiustato per il rischio suggerito dai PIV, utilizzando per i flussi operativi il costo medio ponderato del capitale, ovvero la media ponderata tra il tasso di remunerazione del capitale proprio e il tasso di interesse sui debiti finanziari, mentre per i flussi netti il costo del capitale proprio.

7.6.6. Il costo medio ponderato del capitale (WACC) può essere rappresentato dalla seguente formula:

$$i_o = WACC = i \frac{W}{W + D} + i_d \frac{D}{W + D} * (1 - t)$$

dove:

$W/W+D$ = peso attribuito al costo del capitale proprio,

$D/W+D$ = peso attribuito al costo del debito,

i_d = tasso di interesse sul debito,

7.6.7. Nella stima dei pesi il professionista deve prescindere dalla composizione delle fonti attuali dell'azienda in crisi e riferirsi ad una struttura finanziaria obiettivo. La struttura obiettivo non è una struttura ottimale ma quella che può realisticamente sostenere il piano di risanamento fino a dare la stabilità a regime. In questo senso il professionista può utilizzare due configurazioni della struttura delle fonti: una lungo il piano analitico e una a regime.

7.6.8. Nella valutazione delle aziende in crisi, vista l'elevata incidenza dell'indebitamento sul totale delle fonti, il costo del debito non può essere inferiore al costo dei mezzi propri di un'impresa poco indebitata. Il professionista deve tenere conto che un elevato rapporto di indebitamento fa sì che lo *spread* richiesto alle aziende in crisi più che compensa il beneficio fiscale connesso alla deducibilità degli oneri finanziari.

7.6.9. La stima del costo del capitale proprio passa attraverso la somma di due componenti:

- la remunerazione che spetta a chi rinunciando al consumo immediato presta la sua ricchezza, che può essere calcolata con riferimento al saggio d'interesse per impieghi sicuri e liquidi (ad es. impieghi in titoli di Stato). Il c.d. "tasso privo di rischio" viene solitamente indicato con il simbolo i_1 ;
- il premio che va a remunerare il rischio in cui si incorre investendo in una specifica attività (c.d. "premio per il rischio"), identificato, per norma, con il simbolo i_2 .

7.6.10. Per il tasso privo di rischio il professionista può riferirsi ad emissioni di obbligazioni tripla A che abbiano la stessa durata dell'orizzonte del piano. Per l'Europa i rendimenti tripla A possono

essere consultati sul sito della Banca Centrale Europea <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> indicando la durata desiderata.

7.6.11. Il premio per il rischio può essere stimato tramite il modello *Capital Asset Pricing Model* nel quale si considera la scomposizione in rischio specifico e rischio sistematico. Il premio per il rischio secondo tale modello può essere così formulato:

$$i_2 = \beta \times (R_M - i_1);$$

dove:

$(R_M - i_1)$ rappresenta il premio per il rischio di mercato,

β è il moltiplicatore da applicare al rischio sistematico a titolo di rischio specifico.

7.6.12. Il premio per il rischio di mercato è definito come differenza tra i rendimenti medi del portafoglio di mercato e i rendimenti medi dei titoli privi di rischio. In concreto può essere determinato in riferimento al Paese in cui l'azienda svolge la sua attività operativa. Negli ultimi anni, in Italia, il premio per il rischio di mercato è stato determinato nell'ambito di un intervallo compreso tra il 4,5% e il 6%.

7.6.13. Il coefficiente beta (β) può essere determinato partendo dal settore di appartenenza, riferendosi a database disponibili gratuitamente (ad es. il sito del prof. Damodaran di *New York University*) o a pagamento. Il beta di settore dovrà poi essere adeguato alla realtà specifica attraverso opportune maggiorazioni legate alla leva finanziaria attuale e, se ricorre, allo stato di PMI. Tali maggiorazioni cumulate possono aumentare il beta di settore nell'ordine di intervalli compresi tra il 50 e il 100%.

7.6.14. In alternativa tali correttivi possono essere portati direttamente ad incremento del premio per il rischio, seppur ovviamente in misura ridotta rispetto a quella adesso indicata.

7.7. Identificazione dell'orizzonte temporale di previsione e stima del valore finale

7.7.1. L'orizzonte temporale di riferimento di un'azienda in crisi coincide con il lasso di tempo necessario per il suo risanamento. Normalmente viene ricompreso tra 3-5 anni.

7.7.2. In assenza di un piano, nelle previsioni del periodo, si dovrà tener conto dei tempi di attivazione delle strategie previste per il risanamento. In questi casi, il professionista può individuare un orizzonte temporale che si chiude nel primo esercizio, tra quelli futuri, in cui viene riassicurata una congrua remunerazione del capitale.

7.7.3. Al termine dell'orizzonte temporale analitico deve essere determinato un valore finale. Esso può essere stimato in uno dei seguenti modi:

-
- patrimonio netto rettificato attuale, espresso ai valori presunti dell'ultimo esercizio dell'orizzonte temporale di riferimento;
 - valore attualizzato su periodo illimitato del flusso a regime, comprensivo (o meno) del tasso prevedibile di crescita dell'azienda. In situazioni di particolare incertezza sull'attuazione degli interventi di risanamento, nella formula per la stima del valore finale potrebbe essere inserito un peso che considera la probabilità di successo di tali interventi.

7.7.4. Il tasso di crescita a regime, se applicato, deve essere stimato in modo giustificabile e credibile.

Nella stima del valore finale di aziende in crisi, il tasso di crescita dovrebbe essere considerato solo se a condizione che dopo l'orizzonte temporale del piano si prevedano investimenti con rendimenti superiori al costo del capitale. Realisticamente il tasso di crescita non potrà attestarsi al di sopra della crescita di lungo termine del Paese (o dei Paesi) in cui è concentrata l'attività operativa.

7.7.5. Non vi è motivo di stimare il valore finale se il piano di risanamento ha finalità liquidatorie.

8. La valutazione analitica degli elementi patrimoniali

8.1. Premessa

- 8.1.1. La valutazione dei singoli asset può avvenire sia in ottica liquidatoria che in continuità laddove si applichino metodi patrimoniali o metodi che esplicitino la creazione di valore (o misti).
- 8.1.2. Per la valutazione analitica dei singoli asset il professionista deve applicare il valore di mercato. Se questo non è disponibile può ricorrere al valore di costo corrente o al valore d'uso.
- 8.1.3. L'approccio di mercato stima il valore di un bene immateriale con riferimento a mercati attivi, prendendo a comparazione recenti transazioni avvenute su beni identici o simili. Per avere un mercato attivo occorre che i beni siano omogenei, si possano trovare compratori e venditori in ciascun momento e i prezzi siano disponibili pubblicamente.
- 8.1.4. In caso di liquidazione il valore di mercato deve riflettere la prospettiva del massimo e miglior uso possibile (*highest and best use*). Il principio del massimo e miglior uso possibile ha la sua ragion d'essere nell'ottica di separabilità del bene dal contesto aziendale in cui si è formato e deve riflettere il potenziale che quel bene può generare se posseduto da un generico operatore di mercato. Ciò significa che la stima del valore di realizzo deve essere liberata dall'influenza di fattori specifici dell'azienda target e deve includere gli effetti delle sinergie disponibili per i partecipanti al mercato (o "sinergie generali").
- 8.1.5. Tuttavia nel caso di liquidazione da effettuarsi in tempi estremamente rapidi il professionista può applicare uno sconto rispetto al prezzo così determinato.
- 8.1.6. Il costo di sostituzione determina il valore in base ai costi da sostenere per la sostituzione del bene in economia quale alternativa all'acquisto sul mercato tenendo conto del valore a nuovo e sottraendo una quota a titolo di deperimento fisico e obsolescenza economica/operativa. Nel caso di aziende in crisi tale abbattimento può essere maggiorato per tenere conto delle particolari situazioni di disagio o di sottoutilizzo degli asset.
- 8.1.7. Il valore d'uso viene determinato in base ai flussi economici o finanziari attesi in base alle possibilità di utilizzo del bene. Nel caso di situazioni di crisi si possono apportare delle riduzioni a tali flussi in base a rettifiche delle distribuzioni di probabilità che riflettano gli effetti negativi oppure modificare in aumento il tasso di attualizzazione rispetto a quello calcolato in condizioni normali.
- 8.1.8. L'impiego di un metodo principale non esclude l'applicazione di un altro come metodo secondario o di controllo.

8.2. Immobilizzazioni materiali

- 8.2.1. Il valore netto contabile deve essere confrontato con il valore di mercato individuato dal professionista qualora esista un mercato affidabile di riferimento.
- 8.2.2. In contesti di liquidazione il professionista non ha come obiettivo la determinazione di un valore potenziale ma di un valore effettivamente liquidabile in tempi brevi, in quanto viene a mancare il requisito dell'indipendenza e dell'uguale capacità negoziale fra le parti. Di conseguenza il valore di mercato scaturirà dal mercato più sfavorevole, dati i tempi brevi per concludere la cessione del bene.
- 8.2.3. In contesti valutativi in continuità il professionista deve considerare l'identificazione del maggior valore che il mercato potrà riconoscere in funzione anche della *unit of account* che influenzerà tale stima.
- 8.2.4. In ipotesi di mancanza di un mercato di riferimento tale valore dovrà essere confrontato con il costo di sostituzione o con il valore recuperabile tramite l'uso. Nella aziende in crisi gli elementi strumentali non possono operare a pieno regime, di conseguenza nella stima del valore d'uso il professionista deve tenere in debita considerazione il sotto-dimensionamento della capacità produttiva.

8.3. Rimanenze di magazzino

- 8.3.1. Per la valutazione del magazzino il criterio di riferimento è il valore di presunto realizzo per i prodotti finiti e la merce, mentre per le materie prime si applica il costo di sostituzione in una logica di continuità e il valore di realizzo diretto in una logica di liquidazione.
- 8.3.2. Per accertare la consistenza fisica delle giacenze si può procedere alla conta fisica, anche tramite coadiutore, e/o ricorrere ad una verifica su base campionaria delle informazioni ricevute dalla società.
- 8.3.3. Il professionista deve tenere conto di specifici rischi quali la deperibilità dei materiali, i tempi di realizzo, le modalità di procedura all'incanto, i costi per la conservazione, le spese da sostenere per la vendita (imballaggi, trasporti, assicurazioni, ecc.). Deve essere altresì considerata la possibilità o la convenienza a trasformare le materie prime e semilavorati in prodotti finiti: in tale ipotesi dovranno essere sottratti i costi relativi alla lavorazione.

8.4. Crediti commerciali

- 8.4.1. L'adozione del metodo patrimoniale analitico richiede la rettifica dei crediti commerciali nell'ipotesi in cui dai dati contabili emerga una stima del rischio di inesigibilità inappropriata o inadeguata. Le peculiarità che contraddistinguono una situazione di crisi aziendale, ovvero il

peggioramento della redditività aziendale e la situazione di tensione finanziaria, spesso comportano insufficienti accantonamenti per rischio di insolvenza o per rischio valutario.

8.4.2. Il professionista deve porre particolare attenzione alla qualità dei crediti *intercompany* o dei crediti sorti nell'ambito di rapporti con soggetti correlati.

8.4.3. Nell'ipotesi di liquidazione dell'azienda il professionista deve effettuare un analitico accertamento del valore di presumibile realizzo in previsione di richieste da parte di debitori di sconti e riduzioni.

8.4.4. In ogni caso il professionista deve conoscere il tasso di insolvenza dei crediti commerciali che l'azienda ha sofferto nel corso degli ultimi 3-5 esercizi.

8.5. Debiti commerciali

8.5.1. La valutazione dei debiti commerciali comporta nella fase preliminare l'accertamento dei documenti giustificativi dell'esistenza del rapporto di natura debitoria e degli elementi relativi alla scadenza e alle modalità di regolamento.

8.5.2. Il professionista deve verificare l'effettiva esigibilità del valore nominale di contabilità, procedendo allo scorporo degli interessi impliciti che quindi devono essere calcolati ed enucleati dal valore corrente dei debiti.

8.5.3. Nell'ipotesi di crisi aziendale e in particolare di liquidazione la valutazione dei debiti commerciali comporta la necessità di uno specifico aggiornamento di ogni posizione debitoria accompagnata dal pagamento di oneri finanziari che si sia originata in conseguenza di specifiche clausole contrattuali con fornitori, banche, clienti, dipendenti, ecc.

8.6. Partecipazioni

8.6.1. La valutazione patrimoniale di tipo analitico prevede la espressione a valori correnti delle partecipazioni iscritte nell'attivo. La stima di tale valore si caratterizza in modo diverso, a seconda che le partecipazioni detenute siano capaci o meno di conferire il potere di controllare l'azienda partecipata e in relazione alla presenza di problematiche connesse allo smobilizzo dell'investimento da esse rappresentato.

8.6.2. L'adozione di approcci di tipo indiretto prevede che il processo di stima si svolga in più momenti valutativi: il conseguimento della valutazione di base e la stima delle rettifiche da apportare alla suddetta base di valore in ragione delle caratteristiche della partecipazione.

8.6.3. La definizione della tipologia di rettifica si riconnette alle caratteristiche della partecipazione:

-
- nel caso di pacchetti capaci di consentire l'esercizio dei poteri di governo dell'unità aziendale partecipata, alla base di valore il professionista deve sommare un "premio di controllo",
 - nel caso di pacchetti non idonei a consentire l'esercizio dei poteri di governo dell'unità aziendale partecipata, alla base di valore il professionista deve sottrarre uno "sconto per mancanza di controllo" e, se ricorre, uno "sconto per mancanza di liquidità".
- 8.6.4. La situazione di crisi dell'azienda partecipante, sottoposta a valutazione di tipo analitico, può manifestarsi nella condizione di continuità dell'attività aziendale o nella prospettiva di liquidazione dell'azienda suddetta.
- 8.6.5. Nel primo caso, il valore delle partecipazioni si allinea a quello di mercato, ipotizzato nel contesto di un'acquisizione dell'asset in analisi e non presenta differenze evidenti con la stima effettuata nel caso di aziende in equilibrio economico.
- 8.6.6. Qualora la situazione di crisi renda necessario lo smobilizzo dell'investimento, il professionista deve considerare la possibilità del conseguimento di un ritorno dell'investimento inferiore a quello sperato. La logica della liquidazione impone che la partecipazione sia valutata al suo valore di realizzo per stralcio, secondo un'ottica maggiormente orientata alla prudenza valutativa, per evitare inopportune sopravvalutazioni di valori in sede di pagamento dei creditori e di distribuzione ai soci.
- 8.6.7. La condizione di liquidazione può essere ordinaria o forzata:
- nel caso di liquidazione di tipo ordinario, il valore della partecipazione viene definito come il valore di realizzazione, considerando un periodo di tempo ritenuto ragionevole ai fini dell'individuazione di un acquirente e della definizione di un valore di realizzo favorevole;
 - nel caso di liquidazione forzata, si assume l'ipotesi valutativa dell'impossibilità di disporre del tempo adeguato a massimizzare il valore di realizzo. In questo caso, il professionista deve applicare normalmente un significativo sconto per mancanza di liquidità del titolo.

8.7. Titoli e altre attività finanziarie

- 8.7.1. Per la stima del valore dei titoli e delle altre attività finanziarie occorre distinguere anzitutto se le attività sono quotate o meno.
- 8.7.2. In caso di titoli e attività quotati in mercati regolamentati, la valutazione è effettuata al valore di listino alla data della stima. Tale attività, in quanto quotata, possiede i requisiti della liquidità ovvero della possibilità di essere smobilizzata in tempi brevi. La situazione di disequilibrio

dell'azienda che li possiede può imporre un anticipo del disinvestimento con relativa diminuzione del valore assegnato, in analogia a quanto detto in precedenza.

8.7.3. In caso di titoli e attività non quotati in mercati regolamentati, il professionista non deve apportare rettifiche al valore di bilancio se i tassi di rendimento sono allineati a quelli di mercato. Diversamente, deve prevedere una rideterminazione del valore dell'investimento, attualizzando i flussi connessi all'investimento al tasso di mercato. Per gli investimenti non quotati in mercati regolamentati, occorre tenere anche in considerazione l'impatto generato sul valore degli stessi dalla sussistenza di condizioni di scarsa liquidabilità.

8.7.4. In caso di liquidazione forzata dell'azienda, la prospettiva dello stralcio rende ancora più evidente l'importanza di poter disinvestire tempestivamente. Per questa ragione, è opportuno considerare nella valutazione una decurtazione rappresentativa della difficoltà legata al tempestivo ed economico smobilizzo.

8.8. Oneri pluriennali e beni immateriali

8.8.1. In aziende in crisi valutate in ipotesi di continuità, tutti i beni immateriali, se protetti giuridicamente o comunque potenzialmente separabili dal contesto patrimoniale, sono suscettibili di valutazione.

8.8.2. In ipotesi di liquidazione, soltanto alcuni beni immateriali sono misurabili, come i brevetti, il *software*, i marchi, il portafoglio ordini e i diritti d'autore. Altre, come il *know how* e il capitale umano e organizzativo, perdono di valore, essendo intrinsecamente avvinte all'azienda.

8.8.3. In ogni caso gli oneri pluriennali presenti in bilancio tendenzialmente devono essere svalutati, perché relativi ad un processo contabile di allocazione nel tempo di costi anticipati che nella situazione di crisi viene interrotto. Gli oneri pluriennali sono interamente svalutati quando si riferiscono ad oneri non portatori di benefici futuri come le spese di impianto e di ampliamento. Se invece portano benefici futuri, come le spese di sviluppo, il loro valore sarà contenuto all'interno della stima dei beni immateriali autonomamente identificabili.

8.8.4. Quando i beni immateriali sono valutati in ottica di liquidazione, il professionista deve ricorrere al "valore di mercato" seguendo la prospettiva del massimo e miglior uso possibile. Ad esempio, se un bene immateriale è impiegato dall'azienda *target* in un'area geografica particolarmente ristretta, il suo valore di realizzo dovrebbe incorporare il differenziale derivante dalla estensione geografica, al netto degli investimenti necessari.

8.8.5. Quando i beni immateriali sono valutati in logica di continuità, il professionista deve valutare al valore d'uso o al costo corrente.

-
- 8.8.6. Con l'approccio del "valore d'uso" il professionista è chiamato a stimare la vita economica, i benefici futuri attesi dall'uso del bene e il tasso di attualizzazione. Tra i possibili criteri di valutazione impiegabili vanno preferiti quelli i cui input riflettono dati di mercato assunti da fonti indipendenti, come, ad esempio, il criterio del tasso di *royalty* in presenza di contratti di licenza in vigore sul mercato. Altri criteri impiegabili sono il *premium profit* e il *multi period excess earnings*. Quest'ultimo criterio viene di solito impiegato per valutare i beni immateriali che operano in combinazione con altri beni, ad esempio i processi di R&S in corso o le relazioni con i clienti.
- 8.8.7. Nell'ambito di un'azienda in crisi il professionista dovrebbe assegnare al bene immateriale una vita economica definita, infatti, anche se non si riscontrano specifiche condizioni che limitano la protezione legale o circoscrivono temporalmente il ciclo di vita, è improbabile che il bene possa essere utilizzato su cicli così estesi da essere considerati indefiniti. In ogni caso la vita utile deve essere riferita alla più breve tra la durata della protezione legale e la durata dello sfruttamento commerciale.
- 8.8.8. Il valore dei flussi risente fortemente del contesto valutativo. Nelle situazioni di crisi il professionista dovrà tenere in adeguato conto dei tempi intercorsi dal manifestarsi della crisi al momento dell'incarico. Ad esempio un marchio, fintanto che l'azienda è in normale funzionamento non subisce deperimento economico, viceversa appena cessa di essere impiegato tenderà immediatamente a deprimersi.
- 8.8.9. Nel caso di aziende in crisi, i flussi devono essere misurati in funzione del valore intrinseco del bene, senza includere le sinergie apportate da soggetti esterni in grado di valorizzare al massimo l'investimento.
- 8.8.10. I flussi sono da configurare al netto delle imposte. Ad esempio, le *royalty* sono misurate al netto degli oneri tributari e attualizzate con un tasso al netto dello scudo fiscale sugli interessi.
- 8.8.11. Nella stima del tasso di attualizzazione va inserito un premio per il rischio legato alla sospensione o riduzione dell'attività. Nel caso che il bene immateriale faccia parte di uno specifico ramo d'azienda, il professionista deve riferirsi al costo medio del capitale del ramo d'azienda.
- 8.8.12. Con l'approccio del "costo corrente", mancando il riferimento a prezzi di sostituzione praticati dal mercato, occorre stimare i costi interni di sviluppo e riproduzione del bene immateriale, richiesti per ottenere, in termini di funzionalità, un beneficio rispettivamente identico o equivalente al bene oggetto di stima. In ipotesi di discontinuità, questo approccio equivale a

stimare il risparmio dell'acquirente pari agli investimenti che dovrebbe altrimenti sostenere per la sua riproduzione.

8.8.13. L'approccio del costo si presta ad essere applicato a beni come il *software* o le piattaforme commerciali, per cui è possibile ricostruire il piano degli investimenti sostenuti per la loro realizzazione e capire a quali investimenti andrebbe incontro l'azienda se dovesse riprodurre o sostituire il bene oggi. Una volta stimato il valore "a nuovo" occorre apportare un assestamento per la perdita di valore dovuta a fattori di obsolescenza economica, funzionale e tecnologica, il che equivale a dire che bisogna sottrarre i "costi incurabili", ovvero i costi sostenuti senza possibilità di recupero.

8.8.14. Nella stima dei beni immateriali al valore d'uso o al costo di sostituzione il professionista deve tenere conto del beneficio fiscale derivante dalla deducibilità delle quote di ammortamento (*tax amortization benefit* o TAB). Il TAB non va aggiunto al valore determinato con l'approccio di mercato, perché il prezzo delle transazioni simili incorpora già i benefici fiscali.

8.9. Avviamento

8.9.1. La stima dell'avviamento è esperibile in riferimento alle situazioni di ristrutturazione dell'azienda, e quindi all'ipotesi di riconversione dello stato di crisi, ma non nelle situazioni liquidatorie dell'azienda oggetto di valutazione. Tale considerazione vale anche con riferimento a singoli rami d'azienda, oggetto di ristrutturazione e quindi di possibile cessione, nell'ambito di una procedura "liquidatoria" giudiziale.

8.9.2. Nella stima del "valore intrinseco", determinato assumendo la prosecuzione delle modalità correnti di svolgimento dell'attività aziendale, l'avviamento deve ricomprendere esclusivamente l'elemento *going concern* dell'azienda oggetto di valutazione, se esistente. Tali aspetti devono essere opportunamente e chiaramente comunicati, in sede di relazione di stima, al destinatario della valutazione.

8.9.3. In ogni caso il professionista deve procedere a svalutare il valore dell'avviamento derivativo presente in bilancio, perché già ricompreso nell'avviamento originario adesso autonomamente stimato ovvero nel valore delle partecipazioni.

8.10. Debiti finanziari

8.10.1. Le passività sono valutate ai valori di presumibile estinzione. Ciò implica, in sede di stima, una ridefinizione degli importi da corrispondere ai creditori, al momento di presunta estinzione del debito.

-
- 8.10.2. Nel caso in cui le condizioni di insolvenza dell'azienda comportino ulteriori esborsi di natura sanzionatoria, essi dovranno essere ricompresi nella stima del valore corrente, unitamente agli oneri di estinzione delle passività.
- 8.10.3. La valutazione dei debiti onerosi prevede il reperimento dei tassi correnti di mercato da porre a confronto con quelli contrattuali. Non si apporteranno rettifiche al valore dei debiti iscritti in bilancio qualora i tassi contrattuali degli stessi siano allineati a quelli di mercato. Diversamente, si renderà necessaria una stima del valore attuale dei debiti onerosi, considerando i tassi correnti di mercato.
- 8.10.4. Nel caso di aziende in crisi il professionista deve considerare l'impatto di eventuali accordi tra creditore e debitore volti alla ristrutturazione o alla rinegoziazione del debito. La ristrutturazione del debito può concretarsi in un accordo tra debitore e creditore volto a modificare i termini originari del debito, in cui il creditore rinuncia a taluni diritti previsti dalle condizioni contrattuali originarie a favore del debitore. In termini valutativi, tale accordo può determinare un aumento del valore economico del debito, rispetto alla situazione precedente alla ristrutturazione. Tra i possibili interventi, si annoverano la riduzione dell'ammontare del capitale da rimborsare, la riduzione dell'importo degli interessi maturati e non ancora corrisposti o degli interessi che matureranno successivamente alla ristrutturazione e la modifica delle tempistiche dei pagamenti.
- 8.10.5. Gli accordi di rinegoziazione del debito non comportano vantaggi per il debitore e possono concretarsi in spostamenti delle scadenze dei pagamenti o degli oneri finanziari da corrispondere successivamente all'accordo. In caso di situazioni finanziarie critiche per il debitore, la rinegoziazione del debito può determinare una maggiore onerosità, riscontrabile ad esempio mediante una maggiorazione degli interessi passivi da corrispondere al creditore.

9. Specificità delle occasioni valutative

9.1. Le valutazioni per gli organi delle procedure concorsuali

- 9.1.1. Per procedure concorsuali si devono intendere: a) il fallimento; b) la liquidazione coatta amministrativa (l.c.a.); c) il concordato preventivo; d) l'amministrazione straordinaria (A.S.) delle grandi imprese (e le altre procedure ad essa assimilate); e) ed ora anche le procedure previste dalla Legge 3/2012 per i soggetti non fallibili sovraindebitati (ovvero l'accordo di ristrutturazione da sovraindebitamento, unica procedura che preveda la prosecuzione dell'attività imprenditoriale).
- 9.1.2. La procedura di fallimento è sempre più finalizzata alla conservazione dell'integrità dell'azienda, tanto che la Legge Fallimentare dedica l'art. 104 all'ipotesi di esercizio provvisorio dell'impresa, l'art. 104-bis all'affitto d'azienda o di rami dell'azienda. L'art. 104-ter della L.F., relativo al programma di liquidazione, prevede, inoltre, che *"Il programma ... deve specificare ... d) le possibilità di cessione unitaria dell'azienda, di singoli rami, di beni o di rapporti giuridici individuabili in blocco"*. L'art. 105 della L.F. 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"*.
- 9.1.3. L'art. 186-bis della L.F. in caso di concordato preventivo ha introdotto la specifica disciplina del concordato con continuità aziendale. Nell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi, poi, la procedura ha dichiarato (art. 1 della Legge 270/99) *"finalità conservative del patrimonio produttivo, mediante prosecuzione, riattivazione o riconversione delle attività imprenditoriali"*. L'art. 8 della Legge 270/99 prevede che con la *"sentenza dichiarativa dello stato d'insolvenza il tribunale: ... f) stabilisce se la gestione dell'impresa, fino a quando non si proceda a norma dell'articolo 30, è lasciata all'imprenditore insolvente o è affidata al commissario giudiziale"*.
- 9.1.4. La valutazione d'azienda viene eseguita durante le procedure concorsuali dagli organi preposti alla gestione della procedura e del patrimonio segregato o destinato.
- 9.1.5. La valutazione dell'azienda da parte degli organi giudiziali concorsuali può avvenire per varie finalità ed in diverse situazioni a seconda anche dell'obiettivo ricercato, ma spesso per rispettare un obbligo di legge e determinare quale sia il beneficio (ovvero l'assenza di pregiudizio) recato ai creditori o più semplicemente per verificare che il prezzo dell'azienda da cedere o il valore della stessa sia congruo in ipotesi di confronto all'offerta alternativa in una proposta di

concordato, od anche per determinare il corretto canone di affitto dell'azienda, così come per determinare il valore della garanzia che il terzo affittuario è tenuto a fornire per assicurare che non venga depresso/disperso il patrimonio caduto in procedura (consegnato al terzo che lo riceve in usufrutto).

9.1.6. La valutazione dell'azienda può avvenire altresì in ipotesi di operazioni straordinarie operate nell'ambito delle procedure concorsuali quali, addirittura il fallimento, poiché proprio l'art. 105 della L.F. prevede che *"Il curatore può procedere alla liquidazione anche mediante il conferimento in una o più società, eventualmente di nuova costituzione, dell'azienda o di rami della stessa"*.

9.1.7. Le ipotesi e le finalità delle valutazioni di aziende in crisi, da parte degli organi delle procedure concorsuali, quindi, possono essere molteplici, come di seguito schematicamente riepilogato.

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.

9.1.8. Per quanto la valutazione all'interno delle procedure concorsuali debba seguire le logiche e gli *standard* già descritti nel presente documento, una particolare peculiarità che si ritrova solo nelle procedure concorsuali è relativa alle modalità di individuazione del soggetto cessionario o affittuario. Le vendite operate all'interno delle procedure concorsuali sono, infatti, quelle c.d. competitive. Alla cessione del complesso aziendale si applica l'art. 107 della L.F., il quale obbliga, oltre alla stima, alla individuazione degli offerenti con modalità "rigide" che spesso riducono la platea dei soggetti disposti ad offrire e rendere le garanzie richieste dagli organi delle procedure concorsuali (in particolare il Tribunale).

9.1.9. Il professionista deve tenere conto della reale situazione in cui versa l'azienda o il ramo di azienda che si intende cedere o affittare o conferire. In particolare, deve preliminarmente individuare con esattezza il perimetro dei beni che entreranno a fare parte del complesso aziendale e quindi della valutazione e tenere presente che le particolari disposizioni agevolative

e a tutela della *par conditio creditorum* derogano alle disposizioni dell'art. 2560 c.c., così come in talune ipotesi anche a quelle dell'art. 2112 c.c.

- 9.1.10. Il professionista deve verificare se nel complesso aziendale sono compresi debiti privilegiati che passano al cedente (se ciò è compatibile con le disposizioni delle procedure concorsuali in cui si opera la valutazione) o viceversa se essi restano a carico della procedura e quindi sono soddisfatti secondo le regole del concorso.
- 9.1.11. Taluni beni dell'impresa potrebbero essere oggetto di vincoli da parte dei terzi, così come avere in corso esecuzioni da parte di soggetti titolari di specifiche preferenze a cui la legge accorda la facoltà di eseguire autonomamente le azioni di recupero e vendita, in deroga al divieto della Legge Fallimentare (art. 51), od ancora in caso di beni soggetti al nuovo pegno non possessorio (introdotto dalla Legge 119/2016).
- 9.1.12. Vi possono essere beni per i quali gli organi concorsuali abbiano manifestato la scelta di gestire separatamente la liquidazione dei predetti beni, che tuttavia risultano necessari alla migliore funzionalità dell'azienda.
- 9.1.13. Il professionista quindi deve eseguire le opportune stime tenendo presente i differenti contesti, scenari e opzioni esercitate dagli stessi organi concorsuali per la gestione e liquidazione dei singoli beni e dei singoli comparti aziendali, chiedendo agli organi che li incaricano di ricevere informazioni e specifiche dichiarazioni in merito ai vincoli e limiti esistenti sui beni oggetto del perimetro aziendale da stimare.
- 9.1.14. Nel caso di affitto d'azienda il professionista deve considerare l'effettiva capacità di creazione dei flussi finanziari attesi nell'orizzonte interessato, senza considerare i benefici apportati dalla possibile gestione del terzo cessionario o affittuario. L'affitto di azienda deve essere valutato considerando le finalità conservative e di mantenimento dell'efficienza dei complessi aziendali, nonché dei costi di manutenzione ordinari e straordinari che il terzo potrebbe essere tenuto a sopportare o assumere a proprio carico.
- 9.1.15. Nella stima del valore delle aziende in crisi secondo le nuove disposizioni del concordato preventivo previste per le offerte concorrenti (art. 163-bis della L.F.) e in ipotesi di assunzioni meramente probabilistiche di scenari alternativi ai fini del c.d. giudizio di *cram down* ex artt. 160, co. 2 e 124 della L.F., è opportuno che il professionista si ispiri anche al documento "*La relazione giurata estimativa del professionista nel concordato preventivo e nel concordato fallimentare*" emanato dal CNDCEC. Per un esame più esaustivo del contenuto della relazione finale di stima si veda l'Appendice G.

9.2. Le valutazioni a supporto dei piani di risanamento e degli accordi di ristrutturazione

- 9.2.1. I piani di risanamento *ex art. 67* della L.F. e gli accordi di ristrutturazione *ex artt. 182-bis e 182-septies* della L.F. richiedono spesso la valutazione di aziende in crisi. È il caso, ad esempio, della valutazione delle partecipazioni o dei rami d'azienda da cedere, delle valutazioni su cui basare la determinazione del canone equo di affitto dell'azienda o delle valutazioni per attestare le alternative di soddisfazione concretamente praticabili. In tali situazioni, la valutazione non ha soltanto una finalità informativa nei confronti degli organi sociali, ma da essa derivano effetti giuridici sostanziali in capo ai terzi e in particolare ai creditori cui sono destinati i flussi del piano.
- 9.2.2. Il professionista baserà la valutazione su elementi quanto più possibile oggettivi e dimostrabili, che caratterizzano l'azienda al momento della stima e che sono riscontrabili nei confronti della generalità dei partecipanti al mercato.
- 9.2.3. A meno che le circostanze specifiche dell'incarico non impongano diversamente, la valutazione dovrà orientarsi sulle configurazioni di valore che esprimono il valore che la generalità dei partecipanti al mercato attribuirebbe all'azienda in funzione dei benefici che essa può produrre in normali condizioni di gestione.
- 9.2.4. In merito al grado di realizzabilità delle assunzioni, il professionista deve distinguere opportunamente le informazioni prospettiche basate su: a) le migliori stime delle singole variabili che il *management* aspetta che si verifichino; b) assunti ipotetici, cioè eventi futuri e azioni che hanno uno scenario probabilistico, tra cui si annoverano le situazioni in cui le imprese stanno considerando un cambiamento significativo rispetto alla situazione attuale.
- 9.2.5. Nel primo caso la previsione è frutto di quello che il *management* ritiene lo scenario con più alta probabilità di accadimento, sulla base delle informazioni più attendibili a disposizione; nel secondo caso, la proiezione è frutto di scenari alternativi, realizzabili al verificarsi di determinate assunzioni, ma con un grado di probabilità inferiore al *best estimate* scenario. Il professionista deve rivolgere una particolare attenzione a tali discontinuità, che determinano informazioni prospettiche non dimostrate dai dati storici e la cui probabilità di verifica è difficilmente supportata da elementi oggettivi e dimostrabili, verificando se sussistano gli elementi per ritenere probabile la realizzazione delle previsioni.

Appendici

Appendice A. L'incarico

Il conferimento dell'incarico

A1. L'incarico deve essere conferito per iscritto tramite un mandato professionale (*engagement letter*).

L'incarico può essere conferito anche dal Tribunale.

A2. Nel mandato professionale devono essere compresi i seguenti elementi fondamentali:

- l'identità e i recapiti del professionista, le sue qualifiche e il suo profilo professionale;
- l'identità e i recapiti del soggetto conferente l'incarico;
- l'identità dei destinatari della valutazione ed eventuali restrizioni all'uso, comunicazione o diffusione della relazione di stima;
- l'oggetto della stima con indicazione della normativa applicabile;
- l'eventuale identificazione del perimetro aziendale;
- la natura dell'incarico (valutazione, parere valutativo od altro);
- la finalità della valutazione;
- la configurazione di valore prescelta;
- le ipotesi relative alla continuità o alla liquidazione aziendale;
- la data di conferimento dell'incarico;
- l'eventuale data entro cui la valutazione deve essere resa;
- il compenso previsto nonché le modalità di pagamento.

A3. Nel mandato professionale possono essere compresi i seguenti elementi integrativi a quelli precedentemente evidenziati:

- le norme e principi a cui il professionista deve far riferimento;
- le eventuali assunzioni che dovranno essere adottate dal professionista;
- gli eventuali limiti all'attività del professionista, ove presenti o prevedibili;
- la possibilità per il professionista di avvalersi dell'opera di specialisti per specifici aspetti della valutazione (per es.: valutazione di immobili, attrezzature, ecc.);
- le eventuali limitazioni di responsabilità del professionista in caso di omissione di elementi o mancanza di collaborazione da parte dell'impresa.

A4. Le modifiche all'incarico iniziali devono risultare per iscritto.

A5. È necessario distinguere gli incarichi per valutazioni conoscitive di parte, normalmente richieste dagli organi sociali, dagli incarichi per valutazioni a tutela dei terzi, normalmente previste dalla legge o richieste dagli organi delle procedure concorsuali.

-
- A6. L'oggetto della valutazione deve essere chiaramente indicato nell'incarico, specificando, altresì, se si tratta di un'azienda, di un ramo d'azienda, di un'attività o di un insieme di attività complementari. L'oggetto della valutazione deve anche indicare se il professionista deve procedere preliminarmente all'individuazione di beni, diritti e passività che concorrono a formare l'oggetto della valutazione.
- A7. Le finalità della valutazione, nel caso di aziende in crisi, possono essere, a titolo esemplificativo, le seguenti: a) supportare processi di riorganizzazione o liquidazione; b) supportare decisioni in merito alla continuazione o cessazione di un'attività aziendale; c) supportare stime formulate nell'ambito di piani aziendali, di attestazioni o di strumenti di comunicazione economico-finanziaria; d) supportare analisi in merito al rapporto tra attivo della procedura e richieste dei creditori della procedura stessa (analisi di solvibilità); e) supportare processi decisionali degli organi aziendali, dei creditori coinvolti nella procedura concorsuale o degli organi della procedura concorsuale.
- A8. Nell'incarico dovrà essere indicato se il professionista deve svolgere la valutazione secondo una logica di continuità d'impresa o secondo una logica di liquidazione.

Le attività precedenti all'accettazione dell'incarico e l'accettazione dell'incarico

- A9. Prima di accettare l'incarico propositogli, il professionista deve valutare:
- il rischio che presenta l'attività da svolgere;
 - la propria competenza professionale e l'esistenza dei requisiti professionali previsti per l'accettazione ed esecuzione dell'incarico;
 - la propria indipendenza e terzietà in relazione al tipo di incarico ricevuto;
 - la propria capacità di svolgere l'incarico secondo diligenza professionale.
- A10. Gli elementi di rischio da tenere in considerazione sono molteplici. Tra questi, a titolo esemplificativo, si elencano i seguenti:
- fattori individuali, con particolare riferimento alla conoscenza del *business* oggetto di valutazione, alla disponibilità di tempo, nonché all'indipendenza rispetto al titolare dell'oggetto della valutazione;
 - fattori riferiti all'azienda che possono complicare l'attività di valutazione;
 - fattori ambientali, intendendo con ciò il "clima" in cui si inserisce la valutazione e l'atteggiamento del soggetto conferente l'incarico, del soggetto titolare dell'oggetto della stima e dei vari *stakeholder* interessati alla valutazione;
 - fattori legati in modo specifico alla valutazione: tra cui (esemplificativamente ma non esaustivamente) la qualità delle fonti informative impiegate/disponibili, il tempo a disposizione per la verifica, ecc.
- A11. Il professionista può valutare il rischio in ragione della conoscenza di elementi preliminari e dichiarazioni del committente la valutazione, nonché in base alle informazioni che lo stesso è in grado di raccogliere da

fonti pubbliche o da eventuali contatti con l'azienda, con i consulenti dell'azienda o con gli organi della procedura.

A12. Il professionista può accettare unicamente gli incarichi per i quali possiede le conoscenze e competenze necessarie al loro svolgimento secondo diligenza. Tali conoscenze e competenze devono permettere al professionista:

- l'identificazione, la raccolta e l'analisi delle informazioni necessarie alla costruzione della base informativa;
- la scelta e applicazione dei metodi di stima;
- la formulazione del giudizio di stima.

A13. La condizione di indipendenza deve essere valutata con riferimento alle caratteristiche del lavoro svolto e può essere totale o parziale. L'indipendenza deve essere totale nelle valutazioni svolte su incarico dell'azienda, del giudice, dell'attestatore o degli organi della procedura che hanno come scopo la tutela dei terzi. L'indipendenza può essere limitata nel caso di valutazioni conoscitive di parte. In questo ultimo caso deve comunque essere garantito il rispetto dei requisiti generali di obiettività e di diligenza. Deve in ogni caso essere evidenziata la presenza di eventuali conflitti di interesse (diretti ed indiretti) del professionista.

A14. L'indipendenza deve essere valutata con riferimento ai rapporti di natura personale, professionale e finanziari con il soggetto conferente l'incarico, con il soggetto titolare dell'oggetto della stima o con terzi coinvolti nella procedura. Al fine di valutare la propria indipendenza, il professionista può far riferimento a norme di legge e prassi professionali applicabili in materia, ben considerando il grado totale o parziale di indipendenza richiesto nella fattispecie concreta.

A15. L'indipendenza del professionista, totale o parziale, deve permanere sino alla conclusione dell'incarico. Il professionista è responsabile della salvaguardia della propria condizione di indipendenza, totale o parziale. Laddove le condizioni di indipendenza esistenti all'atto dell'incarico vengano meno, prima della formulazione del giudizio di stima, il professionista è tenuto a comunicare tempestivamente l'impossibilità di proseguire l'incarico, ciò anche per permettere all'interessato di sostituire il professionista e nominare altro soggetto idoneo.

A16. La diligenza professionale va valutata dal professionista considerando i tempi necessari per un adeguato svolgimento delle diverse fasi del processo valutativo e le risorse tecniche e professionali (colleghi, collaboratori, dipendenti, ecc.) di cui il professionista dispone.

A17. Una volta valutato di poter svolgere l'incarico, il professionista procede all'accettazione dell'incarico mediante sottoscrizione della lettera di incarico o dichiarando l'accettazione innanzi al Tribunale.

Il compenso

- A18. Il compenso del professionista deve essere adeguato all'incarico da svolgere, al rischio da assumere, alla responsabilità connessa e conseguentemente all'importanza della prestazione. Il compenso può anche tener conto dell'importanza, del prestigio ed organizzazione del professionista nonché del contesto in cui la prestazione professionale si inserisce.
- A19. Poiché l'indipendenza e terzietà professionale devono permanere sino alla conclusione dell'incarico, il compenso e le modalità di pagamento dello stesso non possono dipendere dall'esito della valutazione.
- A20. La prestazione del professionista è sempre una prestazione di mezzi e non di risultato.
- A21. Qualora il compenso pattuito non venga corrisposto nei modi convenuti e il professionista consideri pregiudicata la propria indipendenza e serenità di giudizio nello svolgimento dell'incarico egli può recedere dall'incarico.

Appendice B. Processo di determinazione del valore di aziende in crisi

Processo Attività	Contenuto Descrizione attività
Identificazione del problema e definizione dell'obiettivo	Identificazione del problema e suo inquadramento economico-aziendale e giuridico. Individuazione dell'obiettivo o degli obiettivi della valutazione economica.
Identificazione dei confini e dei contenuti dell'oggetto di analisi	Identificazione dei confini e dei contenuti generali dell'oggetto da sottoporre a valutazione.
Analisi assetti SGS impresa Analisi assetti EF impresa Analisi assetti SGS competitors Analisi assetti EF competitors	Analisi dell'assetto strategico, gestionale, strutturale [SGS] dell'impresa oggetto di analisi, del comparto produttivo, del macro ambiente, dell'ambiente competitivo circostante, come da banche dati rilevanti. Analisi dell'assetto economico e finanziario [EF] dell'impresa oggetto di analisi, come da bilancio destinato a pubblicazione, bilancio direzionale, situazioni contabili analitiche, altre banche dati rilevanti. Analisi dell'assetto strategico, gestionale, strutturale [SGS] dei <i>competitors</i> . Analisi dell'assetto economico e finanziario [EF] dei <i>competitors</i> .
Revisione assetti EF Riesame assetti EF	Eventuale revisione contabile delle principali aree del bilancio destinato a pubblicazione relativo all'ultimo periodo osservato e messa a punto di <i>due diligence</i> contabile, con interventi rettificativi riguardanti le principali aree: immobilizzazioni materiali di proprietà; beni materiali acquisiti mediante <i>leasing</i> ; immobilizzazioni immateriali; immobilizzazioni finanziarie; rimanenze; crediti operativi e finanziari; liquidità; debiti operativi e finanziari; fondi rischi e fondi spese; ratei e risconti. Riesame del profilo economico-finanziario dell'impresa relativo all'ultimo periodo osservato, come da bilancio destinato a pubblicazione e situazioni contabili rettificate.
Identificazione di criticità a livello di assetto SGS Identificazione di crisi di assetto SGS Identificazione delle cause Identificazione dello stato di crisi	Identificazione di criticità a livello di assetto SGS e di cause di criticità a livello di assetto SGS. Identificazione di crisi di assetto SGS e di cause di crisi a livello di assetto SGS. Fallimento della strategia, incoerenza tra strategia e gestione, incoerenza tra gestione e struttura. Stato della crisi diffuso, circoscritto, ricollegabile all'intera azienda o a parti specifiche.
Identificazione o meno di interventi correttivi e di opzioni di variazione di assetto SGS Azioni SGS su azienda	Analisi dello stato di crisi aziendale. Identificazione o meno di interventi correttivi SGS: riorientamento strategico; riposizionamento strategico; ristrutturazione e riorganizzazione totale; razionalizzazione; ridimensionamento; ristrutturazione e riorganizzazione parziale con focus su alcune ASA e cessione/liquidazione di altre ASA; ristrutturazione e riorganizzazione parziale con <i>focus</i> su specifiche parti aziendali e cessione/liquidazione di ramo aziendale; altre possibili azioni. Cessione d'azienda. Liquidazione per parti d'azienda.

Processo Attività	Contenuto Descrizione attività
----------------------	-----------------------------------

Processo Attività	Contenuto Descrizione attività
Valutazione Linee di azione valutativa	<p>Valutazione in presenza di assetto SGS invariato. La valutazione viene svolta in relazione alla traiettoria assunta dall'impresa nell'ultimo periodo e in relazione alle ultime decisioni sull'assetto SGS.</p> <p>Valutazione in presenza di assetto SGS invariato ma con individuazione di potenzialità e opzioni esercitabili. La valutazione viene svolta in relazione alla traiettoria assunta dall'impresa nell'ultimo periodo, in relazione alle ultime decisioni sull'assetto SGS e in base a opzioni SGS esercitabili.</p> <p>Valutazione in presenza di assetto SGS corretto. La valutazione viene svolta in relazione agli interventi correttivi che si ritiene di poter apportare all'assetto SGS dall'impresa dell'ultimo periodo. La valutazione viene svolta in relazione alla traiettoria o alle traiettorie ricollegabili agli interventi correttivi identificabili per l'impresa.</p>
Scelta del modello	<p>Identificazione di uno o più modelli di valutazione dell'impresa.</p> <p>Identificazione di uno o più modelli di controllo della valutazione dell'impresa.</p>
Analisi e risoluzione di problemi a livello di <i>technicalities</i>	<p>Modelli di valutazione espressivi dell'assetto SGS: valutazione dell'azienda in quanto azienda, sintesi di strategia, gestione, struttura</p> <p>Modelli di valutazione espressivi della parte S: valutazione dell'azienda in quanto insieme di beni, diritti e impegni, sintesi della sola struttura o di una parte di essa.</p>
Analisi e risoluzione di problemi a livello di <i>technicalities</i>	<p>Modelli sintetici diretti e fondati sull'attualizzazione di flussi prospettici.</p> <p>Modelli sintetici indiretti.</p> <p>Modelli analitici fondati sulla determinazione analitica di valori correnti.</p> <p>Ibridazione di modelli.</p>
Analisi e risoluzione di problemi a livello di <i>technicalities</i>	<p>Stesura dei piani SGS e dei piani EF.</p> <p>Scenarizzazioni, stima dei flussi di risultato prospettici e calcolo del CMPC o WACC in presenza di assetti SGS invariati.</p> <p>Scenarizzazioni, stima dei flussi di risultato prospettici e calcolo del CMPC o WACC in presenza di assetti SGS corretti.</p> <p>Calcolo dei valori correnti di beni, diritti e impegni in presenza di valutazioni analitiche.</p>
Analisi e risoluzione di problemi a livello di <i>technicalities</i>	<p>Stima dei flussi di risultato.</p> <p>Stima del tasso di attualizzazione: CMPC o WACC.</p> <p>Identificazione di un orizzonte temporale infinito e finito.</p> <p>Identificazione di un orizzonte temporale di valutazione dettagliata e sintetica.</p> <p>Calcolo del <i>terminal value</i>.</p> <p>Altre <i>technicalities</i>.</p>
Determinazione del valore aziendale	<p>Determinazione di un intervallo di valori espressivi di assetti SGS invariati.</p> <p>Determinazione di un intervallo di valori espressivi di assetti S invariati.</p> <p>Determinazione di un intervallo di valori espressivi di assetti SGS sottoposti a correzione e ricollegabili all'intera azienda o a sue parti per ogni opzione SGS identificata ed esercitabile.</p> <p>Determinazione di un intervallo di valori come somma di strati specifici.</p> <p>Identificazione di un valore, di un intervallo di valori espressivi dell'azienda o di parti aziendali. Identificazione delle cause di generazione o assorbimento del valore, struttura quantitativa e narrativa.</p> <p>Confronto tra valori e assunzione di decisioni.</p>
Stesura relazione di valutazione	<p>Predisposizione della relazione di valutazione.</p>

Appendice C. Check List di riferimento per la costruzione della base documentale

Variabile Area	Micro variabile Strumenti e documenti
Rapporti societari – Libri sociali	<ul style="list-style-type: none"> • Atto costitutivo e statuto vigente, Libri sociali e Regolamenti • Operazioni di carattere straordinario e patti parasociali • Organigramma della Società • Articoli o comunicati stampa relativi alla Società • Relazioni sulla Società preparate da <i>investment banker</i>, consulenti, contabili ed altri • ...
Concessioni, Licenze Autorizzazioni	<ul style="list-style-type: none"> • Concessioni e licenze, istanze, permessi, autorizzazioni, iscrizioni ed omologazioni, rilasciate da autorità italiane o straniere (ivi inclusa l'Unione Europea), necessarie per lo svolgimento dell'attività della Società • Verbali di ispezione o avvisi di accertamento, mancato rinnovo delle licenze/autorizzazioni • ...
Contratti commerciali	<ul style="list-style-type: none"> • Copia degli accordi, contratti o atti che abbiano per oggetto l'acquisizione di beni immobili, partecipazioni, aziende o rami d'azienda, o di altri beni mobili, di fornitura di servizi o di gestione di immobili; contratti di appalto d'opera o di servizi; contratti di affitto; contratti di somministrazione o fornitura; contratti di locazione di immobili; contratti di distribuzione e fornitura; e contratti di <i>leasing</i> • ...
Contratti finanziari	<ul style="list-style-type: none"> • Concessioni di credito, mutui o a finanziamenti a favore della Società; documenti che attestino l'esistenza di obbligazioni e responsabilità della Società in qualità di garante, fideiussore, avallante, firmatario in solido, contratti "Derivati". • ...
Elementi Economico / Finanziario / Patrimoniale	<ul style="list-style-type: none"> • Fascicoli relativi agli ultimi tre bilanci, anche consolidati ove redatti • Budget, proiezioni e <i>business plan</i> predisposti negli ultimi 12 mesi • ...
Immobilizzazioni immobiliari	<ul style="list-style-type: none"> • Elenco dei beni immobili di proprietà, con indicazione dei relativi atti • Indicazione, con riferimento alle schede riassuntive di cui al punto 6.1., di ogni problematica di natura • ...
Immobilizzazioni mobiliari	<ul style="list-style-type: none"> • Elenco con descrizione degli elementi significativi di qualsiasi tipo di privilegio, pegno od altro tipo di onere che abbia per oggetto beni mobili di proprietà o ad altro titolo utilizzati dalla Società • ...
Immobilizzazioni immateriali	<ul style="list-style-type: none"> • Elenco di tutti i Diritti di Proprietà Intellettuale o Industriale di proprietà o di terzi, utilizzati dalla Società, di marchi, licenze, <i>royalties</i> ed altri accordi • ...
Rapporti assicurativi	<ul style="list-style-type: none"> • Elenco delle principali polizze assicurative della Società • ...
Personale dipendente	<ul style="list-style-type: none"> • Contratti standard di assunzione del personale dipendente • Scheda riassuntiva del numero di dipendenti negli ultimi tre esercizi, suddiviso tra dirigenti, impiegati ed operai • Eventuali ulteriori accordi stipulati con le organizzazioni sindacali • Documentazione relativa a trasferimenti o distacchi, anche all'estero, <i>bonus</i>,

Variabile Area	Micro variabile Strumenti e documenti
	<p>superminimi, incentivi, <i>fringe-benefits</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • ...
Interazione con soggetti concorrenti	<ul style="list-style-type: none"> • Qualsiasi accordo con società concorrenti ed altre intese con operatori del settore • Relazioni e rapporti riguardo al mercato, ai concorrenti e fornitori preparati per la Società negli ultimi 3 anni. Più in generale, ove disponibili, informazioni relative ai mercati nei quali operano o opereranno • ...
Contenziosi e procedimenti giudiziari ed amministrativi	<ul style="list-style-type: none"> • Scheda riassuntiva di tutti i contenziosi, procedimenti, arbitrati, indagini od inchieste civili, penali o amministrative minacciati o in corso • Sentenze, decreti, ordinanze, ingiunzioni, multe o altri provvedimenti a carico della Società o amministratori, dirigenti e dipendenti, degli ultimi 3 anni • ...
Protezione dei dati personali	<ul style="list-style-type: none"> • Descrizione del trattamento dei dati personali, notificazione al garante per la protezione dei dati personali, <i>privacy policy</i>, lettera di nomina del responsabile del trattamento dei dati personali, Documento Programmatico sulla Sicurezza dei Dati ove già predisposto • ...

	Valutazioni ad assetti invariati. Modelli valutativi in presenza di assetti strategico, gestionale, strutturale e in presenza di assetti strategici invariati	Valutazioni ad assetti sottoposti ad interventi correttivi. Modello valutativo in presenza di assetti strategici, gestionali, strutturali sottoposti a interventi correttivi
1. Lettura asset side	con identificazione di un valore ricollegabile al portafoglio dei <i>business</i> primari, di un valore riconducibile all'eventuale portafoglio di <i>business</i> secondari, di un valore riferibile all'indebitamento finanziario e, per derivazione, di un valore riferibile al capitale netto; la suddivisione ha precise finalità misurative e di supporto alle decisioni SGS che il <i>management</i> deve intraprendere in situazioni di crisi	con identificazione di un valore ricollegabile al portafoglio dei <i>business</i> primari, di un valore riconducibile all'eventuale portafoglio di <i>business</i> secondari, di un valore riferibile all'indebitamento finanziario e, per derivazione, di un valore riferibile al capitale netto; la suddivisione ha precise finalità misurative e di supporto alle decisioni SGS che il <i>management</i> deve intraprendere per il governo e superamento della crisi
2. Stima dei flussi di risultato e stima del tasso di attualizzazione	analisi dell'ultimo periodo per l'identificazione di assetti strategici, gestionali, strutturali (SGS) e di dinamiche economico-finanziarie da proiettare nel tempo	stima dei flussi in presenza di azioni correttive (riorientamento, riposizionamento, razionalizzazione, ridimensionamento, riorganizzazione, reingegnerizzazione dei processi, ecc.)
3. Orizzonte temporale	identificazione di un orizzonte temporale limitato; asse temporale più o meno esteso in funzione della distanza esistente tra il momento di valutazione e di identificazione dello stato di crisi e la cessazione aziendale	identificazione di un arco temporale composto da un orizzonte di previsione analitica esteso al medio termine, tendenzialmente fino al compimento del risanamento, e da un orizzonte temporale illimitato successivo, caratterizzato da una proiezione stazionaria
4. Impostazione di uno schema a più stadi o periodi di osservazione	impostazione di uno schema a più stadi o periodi di osservazione, con possibilità di sovrapposizione di alcuni di essi in funzione della distanza tra momento valutativo e ipotetica cessazione aziendale	impostazione di uno schema a più stadi o periodi di osservazione
4a. Lettura del primo stadio con approccio sistemico e analitico	1. Periodo circoscritto a pochi anni prospettici, in relazione al tempo che separa il momento della valutazione dalla cessazione aziendale; asse temporale di riferimento	1. Periodo circoscritto al processo di risanamento; con uno o più anni prospettici; 2. lettura eventualmente infra annuale nella prima parte del periodo di risanamento, per verificare le condizioni di

	Valutazioni ad assetti invariati. Modelli valutativi in presenza di assetti strategico, gestionale, strutturale e in presenza di assetti strategici invariati	Valutazioni ad assetti sottoposti ad interventi correttivi. Modello valutativo in presenza di assetti strategici, gestionali, strutturali sottoposti a interventi correttivi
	<p>modulato sulle considerazioni esposte; 2. lettura eventualmente infra-annuale nella prima parte del periodo, per verificare le condizioni di sopravvivenza; 3. predisposizione di un piano strategico, gestionale, strutturale inerziale, con proiezione delle caratteristiche SGS esistenti; 4. predisposizione di un piano economico-finanziario con esplicitazione in forma analitica delle variabili economiche, finanziarie e patrimoniali; 5. applicazione di un modello impostato sull'attualizzazione di flussi di risultato prospettici con costruzione analitica della variabile di riferimento: FCFO, RO, EVA e CIN; 6. analisi di scenario e di sensibilità</p>	<p>sopravvivenza; 3. predisposizione di un piano strategico, gestionale, strutturale di risanamento; 4. predisposizione di un piano economico-finanziario con esplicitazione delle variabili economiche, finanziarie e patrimoniali a per l'intero periodo di risanamento; 5. applicazione di un modello impostato sull'attualizzazione di flussi di risultato prospettici con costruzione analitica della variabile di riferimento: FCFO, RO, EVA e CIN; 6. analisi di scenario e di sensibilità;</p>
4b. Lettura del secondo stadio con approccio sistemico e analitico	<p>(eventuale): 1. Periodo circoscritto a pochi anni; asse temporale di riferimento esteso a pochi anni prospettici successivi, in cui non può dirsi raggiunto uno stato stazionario proiettabile indefinitamente nel tempo; 2. estensione del piano con proiezione delle caratteristiche SGS nel periodo successivo al primo stadio; 3. lettura annuale nell'intero periodo; 4. proiezione in chiave analitica, identificazione di un insieme di <i>assumption</i> utili per la misurazione delle grandezze economiche, finanziarie e patrimoniali; 5. applicazione di un modello impostato sull'attualizzazione di flussi di risultato prospettici con</p>	<p>1. Periodo successivo al piano di risanamento, reinserimento dell'impresa nel contesto competitivo sulla base di un assetto SGS risanato; per dirsi raggiunto uno stato stazionario proiettabile indefinitamente nel tempo; 2. lettura annuale nell'intero periodo; 3. proiezione analitica di specifiche variabili SGS 4. proiezione analitica di un insieme di <i>assumptions</i> utili per la misurazione delle grandezze economiche, finanziarie e patrimoniali; 5. applicazione di un modello impostato sull'attualizzazione di flussi di risultato prospettici con costruzione analitica-sintetica della variabile di riferimento: FCFO, RO, EVA e CIN; 6. analisi di scenario e di sensibilità</p>

	Valutazioni ad assetti invariati. Modelli valutativi in presenza di assetti strategico, gestionale, strutturale e in presenza di assetti strategici invariati	Valutazioni ad assetti sottoposti ad interventi correttivi. Modello valutativo in presenza di assetti strategici, gestionali, strutturali sottoposti a interventi correttivi
	costruzione analitica-sintetica della variabile di riferimento: FCFO, RO, EVA e CIN; 6. analisi di scenario e di sensibilità	
4c. Lettura del terzo stadio con approccio sintetico e riduttivo	(eventuale): 1. Costruzione di un <i>terminal value</i> impostato su logiche liquidatorie; 2. applicazione del modello di valutazione analitica	1. Periodo esteso a infinito (salvo per le situazioni in cui la durata dell'impresa è limitata da vincoli regolatori, fisici o economici) o eventualmente assunzione di ipotesi di cessione o di liquidazione del complesso aziendale; 2. impostazione di un <i>terminal value</i> ; 3. processo di attualizzazione a variabili costanti; identificazione di un insieme di <i>assumptions</i> utili per la misurazione sintetica e stabilizzata di grandezze economiche, finanziarie e patrimoniali; 4. applicazione di un modello impostato sull'attualizzazione di flussi di risultato prospettici con costruzione sintetica della variabile di riferimento: FCFO, RO, EVA e CIN; eventuale convergenza del modello finanziario verso il modello reddituale. Eventuale rilettura del terzo stadio con l'assunzione di ipotesi di cessione o di liquidazione del complesso aziendale.
5. Presupposti per l'applicazione del modello analitico	mappatura analitica dei beni, diritti e impegni aziendali; identificazione del momento in cui si svolge la valutazione; analisi della dinamica dei mercati riferibili ai singoli <i>asset</i> aziendali; valutazione economica del singolo <i>asset</i> o valutazione	mappatura analitica dei beni, diritti e impegni aziendali; identificazione del momento in cui si svolge la valutazione; analisi della dinamica dei mercati riferibili ai singoli <i>asset</i> aziendali; valutazione economica del singolo <i>asset</i> o valutazione economica di una singola combinazione di <i>asset</i> , i cui risultati dipendono dalle

	Valutazioni ad assetti invariati. Modelli valutativi in presenza di assetti strategico, gestionale, strutturale e in presenza di assetti strategici invariati	Valutazioni ad assetti sottoposti ad interventi correttivi. Modello valutativo in presenza di assetti strategici, gestionali, strutturali sottoposti a interventi correttivi
	economica di una singola combinazione di <i>asset</i> , i cui risultati dipendono dalle caratteristiche del bene, dalle caratteristiche del mercato, nonché dalla forza contrattuale dell'impresa nel mercato e rispetto al suo momento di crisi.	caratteristiche del bene, dalle caratteristiche del mercato, nonché dalla forza contrattuale dell'impresa nel mercato e rispetto al suo momento di crisi.

Appendice D. Analisi dell'informazione economica nel processo di determinazione del valore di aziende in crisi

Variabile Parte, area, dimensione	Descrizione della variabile Informazione economica e suo contenuto
Portafoglio di <i>business</i>	<p><i>Focus</i> su dimensione, qualità, caratteri del <i>business</i></p> <p>Analisi della strategia aziendale</p> <p>Analisi del <i>business model</i> aziendale</p> <p>Analisi del portafoglio di <i>business</i> e della sua composizione</p> <p>Analisi delle singole aree strategiche d'affari [ASA] con lettura per linea di prodotto, per mercato, per combinazione prodotto-mercato, altro</p> <p>Analisi delle singole linee di prodotto</p> <p><i>Focus</i> su criticità</p> <p>...</p>
Ambiente operativo competitivo	<p><i>Focus</i> su dimensione, qualità, caratteri dell'ambiente</p> <p>Analisi della domanda, analisi delle potenzialità del mercato operativo complessivo</p> <p>Analisi della sensibilità della domanda rispetto a specifiche variabili ambientali</p> <p>Analisi del settore, del comparto produttivo, di specifici segmenti con riferimento all'intero portafoglio di <i>business</i>, analisi del settore, del comparto produttivo, di specifici segmenti con riferimento a singoli <i>business</i></p> <p>Analisi del contesto competitivo operativo con riferimento a singoli <i>business</i></p> <p>Analisi del potere di fornitori e clienti</p> <p>Analisi delle barriere in entrata e uscita</p> <p>Analisi della concorrenza, distribuzione della concorrenza, dinamiche, grado di concentrazione, frammentazione, ...</p> <p>Analisi di prodotti sostitutivi, propensione alla sostituzione, dinamica dell'innovazione, ...</p> <p><i>Focus</i> su criticità</p> <p>...</p>
Struttura dei finanziamenti	<p><i>Focus</i> su dimensione, qualità, caratteri della struttura finanziaria</p> <p>Analisi della strategia aziendale</p> <p>Analisi della struttura dei finanziamenti</p> <p>Analisi dei singoli finanziamenti</p> <p><i>Focus</i> su criticità</p> <p>...</p>
Ambiente finanziario competitivo	<p><i>Focus</i> su dimensione, qualità, caratteri dell'ambiente</p> <p>Analisi dell'offerta, analisi delle potenzialità del mercato finanziario complessivo</p> <p>Analisi della sensibilità dell'offerta rispetto a specifiche variabili ambientali</p> <p>Analisi del contesto competitivo finanziario</p> <p>Analisi del potere dei finanziatori</p> <p>Analisi delle barriere in entrata e uscita</p> <p>Analisi della concorrenza</p> <p><i>Focus</i> su criticità</p> <p>...</p>
Posizionamento dell'impresa	<p><i>Focus</i> su posizionamento e potenzialità aziendali</p> <p>Analisi delle singole ASA</p> <p>Analisi del posizionamento impostato sul costo, costo di prodotto, compressione costo produzione, efficienza produzione, ...</p> <p>Analisi del posizionamento impostato sulla differenziazione, varietà di prodotto, qualità di prodotto, compressione errori produzione, ...</p> <p><i>Focus</i> su criticità</p> <p>...</p>

Variabile Parte, area, dimensione	Descrizione della variabile Informazione economica e suo contenuto
Relazioni	<p><i>Focus</i> su dimensione, qualità, caratteri delle relazioni</p> <p>Analisi delle relazioni con fornitori e clienti</p> <p>Analisi delle relazioni con possibili <i>partners</i> di rete</p> <p>Analisi delle relazioni con imprese dell'aggregato</p> <p>Analisi delle relazioni con imprese del gruppo proprio o improprio</p> <p><i>Focus</i> su criticità</p> <p>...</p>
Operazioni e processi	<p><i>Focus</i> su dimensioni, qualità, caratteri dei processi e delle operazioni</p> <p>Analisi e mappatura dei processi</p> <p>Analisi e mappatura dei processi rilevanti</p> <p>Analisi e mappatura dei processi interni e esterni</p> <p>Analisi della capacità produttiva attuale, capacità produttiva potenziale</p> <p>Analisi dei processi principali, specifiche fasi di approvvigionamento, specifiche fasi di produzione, specifiche fasi di distribuzione, specifiche fasi di commercializzazione, ...</p> <p><i>Focus</i> su criticità</p> <p>...</p>
Struttura Risorse immateriali Risorse materiali Risorse umane Organizzazione ...	<p><i>Focus</i> su dimensione, qualità, caratteri della struttura</p> <p>Analisi delle risorse umane, struttura organizzativa, organizzazione, distribuzione, contratti e tipologia, ...</p> <p>Analisi delle risorse immateriali, dinamica e investimenti, valore netto, innovazione, nuovi prodotti, nuovi processi, ...</p> <p>Analisi delle risorse materiali, dinamica e investimenti, valore netto, rinnovamento, nuovi impianti, ...</p> <p><i>Focus</i> su criticità</p> <p>...</p>

Check list

Variabile Parte, area, dimensione	Descrizione della variabile Informazione economica e suo contenuto
Portafoglio di <i>business</i> Generale	<p>Atto costitutivo e statuto attuale, libri sociali, regolamenti</p> <p>Visura camerale</p> <p>...</p>
Portafoglio di <i>business</i> Attività	<p>Concessioni e licenze</p> <p>Permessi, autorizzazioni, iscrizioni ed omologazioni, da autorità italiane o straniere, necessari per lo svolgimento del <i>business</i></p> <p>...</p>
Portafoglio di <i>business</i> Operazioni	<p>Contratti di appalto d'opera o di servizi</p> <p>Contratti di distribuzione e fornitura</p> <p>Contratti o atti per l'acquisizione di beni immobili</p> <p>Contratti o atti per l'acquisizione di aziende o rami d'azienda</p> <p>Contratti o atti per l'acquisizione di beni mobili, di fornitura di servizi</p> <p>Contratti di affitto</p> <p>Contratti di somministrazione o fornitura</p> <p>Contratti di locazione di immobili, contratti di <i>leasing</i></p> <p>...</p>
Ambiente competitivo operativo	<p>Mappa delle caratteristiche dell'ambiente competitivo operativo</p> <p>Mappa dei vicoli e delle potenzialità</p> <p>...</p>
Struttura dei finanziamenti	<p>Mappa della struttura dei finanziamenti</p> <p>Struttura dei finanziamenti, con evidenziazione di quelli a titolo di debito e di capitale</p>

Variabile Parte, area, dimensione	Descrizione della variabile Informazione economica e suo contenuto
	<p>proprio Affidamenti, Aperture di credito Concessioni di credito, mutui, finanziamenti, documentazione su singoli finanziamenti Documentazione su obbligazioni e responsabilità dell'impresa in qualità di garante, fideiussore, avallante, firmatario in solido, ... Finanziamenti pubblici, Contributi pubblici ...</p>
Ambiente competitivo finanziario	<p>Mappa delle caratteristiche dell'ambiente competitivo finanziario Mappa dei vicoli e delle potenzialità ...</p>
Posizionamento competitivo	<p>Mappa delle caratteristiche del posizionamento aziendale Mappa dei vicoli e delle potenzialità ...</p>
Relazioni	<p>Mappa fornitori, clienti, <i>partners</i> Specifici contratti con fornitori, ... Specifici contratti con clienti, ... Contratti di rete, altri contratti di cooperazione e collaborazione Mappa e perimetrazione del gruppo proprio o improprio, elenco operazioni infragruppo, <i>masterfile</i>,</p>
Operazioni e processi	<p>Mappa dei processi Mappa delle attività ...</p>
Struttura Risorse materiali	<p>Beni materiali, documentazione e contratti Beni immobili di proprietà, documentazione, contratti, fatture Beni immobili a titolo di leasing finanziario, documentazione, contratti, fatture Altri beni materiali, documentazione, contratti, fatture</p>
Struttura Risorse immateriali	<p>Beni immateriali, documentazione, contratti, fatture Diritti di proprietà intellettuale o industriale di proprietà o di terzi, documentazione Marchi, licenze, <i>royalties</i> ed altri accordi, documentazione ...</p>
Struttura Risorse umane	<p>Contratti <i>standard</i> di assunzione del personale dipendente Mappa numero dipendenti, con evidenziazione dirigenti, quadri, impiegati, operai, posizioni specifiche Accordi con organizzazioni sindacali Documentazione su trasferimenti o distacchi, anche all'estero, bonus, superminimi, incentivi, <i>fringe-benefits</i> Organogramma, struttura organizzativa ...</p>

Appendice E. La relazione di stima

- E1. La relazione di stima rappresenta il momento di sintesi e contestualmente di conclusione dell'intero processo di valutazione che ha portato alla definizione di una grandezza quantitativa o un *range* di grandezze quantitative espressione del valore attribuito dal professionista all'oggetto della stima.
- E2. La relazione di stima deve essere redatta in forma scritta e, con l'ausilio di prospetti e documenti dettagliati, deve essere in grado di fornire a tutti gli interessati un'adeguata informativa dei fattori fondamentali che definiscono l'intero processo valutativo per garantire una chiara comprensione dei dati, del ragionamento e delle analisi condotte per giungere al risultato finale. Il contenuto della relazione di stima deve essere coerente in tutte le sue parti, ovvero nei dati, nelle scelte metodologiche e nei presupposti alla base della stima.
- E3. La quantità, il tipo e i contenuti della documentazione allegata alla relazione sono materia di giudizio del professionista. Gli allegati alla relazione devono essere identificabili separatamente rispetto alla relazione stessa.

La struttura della relazione di stima

- E4. La relazione di stima è idealmente suddivisibile in tre parti:
- una prima parte introduttiva e di rendicontazione sulle verifiche svolte sulla veridicità della base dati;
 - una seconda parte centrale nella quale devono essere esposte e motivate le ragioni che hanno indotto il professionista a scegliere uno o più metodi di valutazione, in relazione ad analisi di tipo interno e di tipo esterno, nonché l'applicazione del metodo o metodi applicati;
 - una terza parte contenente la definizione della grandezza quantitativa (o un *range* di grandezze quantitative) espressione del valore attribuito dal professionista all'oggetto della stima.
- E5. La relazione di valutazione deve attestare l'indipendenza, totale o parziale, e la diligenza professionale del professionista attraverso la descrizione delle modalità di svolgimento delle diverse fasi del processo valutativo. A questi fini la relazione di valutazione deve riportare (in forma non ambigua) i contenuti minimi di seguito descritti per le diverse parti in cui la stessa è composta.

Il contenuto della prima parte

- E6. La relazione di stima deve contenere in forma non ambigua nella parte introduttiva i profili soggettivi ed oggettivi utili alla qualificazione della valutazione.
- E7. Nella prima sezione della relazione di stima devono essere indicati gli elementi fondamentali di cui ai PIV (II.4.2).

E8. Con riferimento alle aziende in crisi il professionista deve anche precisare:

- il contesto valutativo nell'ambito del superamento della crisi, precisando il presupposto della valutazione (funzionamento o liquidazione);
- il nesso con decisioni di riorganizzazione o liquidazione, continuazione o dismissione;
- l'adesione a procedure concorsuali o l'adozione di strumenti di composizione preconcorsuali.

Il contenuto della seconda parte

E9. La parte centrale della relazione di stima deve focalizzarsi sull'analisi degli elementi fondamentali che hanno portato alla formulazione del giudizio di stima gli elementi fondamentali di cui ai PIV (II.4.3).

E10. In questa sezione della relazione di stima, con riferimento alle aziende in crisi, devono essere anche indicati i seguenti elementi fondamentali:

- la descrizione di procedure concorsuali eventualmente in corso o di altri strumenti di composizione negoziale;
- il riferimento a norme e principi applicabili alla situazione di crisi aziendale in cui il professionista è chiamato ad operare (ad esempio se la stima rientra nell'ambito di un'operazione di ristrutturazione dei debiti o di un concordato liquidatorio);
- l'analisi della crisi e le cause scatenanti;
- le prospettive di risanamento (se presenti);
- l'analisi dei fattori di incertezza;
- l'analisi di sensibilità del valore.

Il contenuto della terza parte

E11. La parte finale della relazione di stima deve contenere una sintesi ragionata dei contenuti che qualificano la parte centrale della relazione e, specificamente, i risultati finali raggiunti.

E12. In questa sezione della relazione di stima devono essere indicati i seguenti elementi fondamentali:

- l'espressione del giudizio di stima riferibile all'oggetto di stima e il relativo rationale;
- eventuali richiami di informativa;
- la data della relazione (sempre successiva alla data di riferimento della stima);
- la firma del professionista.

E13. La parte conclusiva della relazione ha natura prevalentemente descrittiva e deve soddisfare con chiarezza e precisione le esigenze informative degli *stakeholder*, precisando sinteticamente le scelte condotte lungo l'intero processo decisionale e riprendendo le determinazioni prodotte.

Glossario

Analisi di sensibilità (Analisi di sensitività) - Metodologia utilizzata per quantificare gli effetti sui risultati forniti dall'applicazione di un metodo di valutazione, indotti da una modifica di uno o più parametri critici (tasso di crescita, tasso di attualizzazione, ecc.) impiegati.

Approccio (metodica) del costo - approccio generale di stima del valore di una attività secondo cui il valore viene determinato in base all'importo necessario per replicare l'elemento valutato.

Approccio (metodica) del flusso di risultati - approccio generale di valutazione che stima il valore per mezzo dell'adozione di uno o più metodi basati sull'attualizzazione del flusso di risultati (finanziari o reddituali) attesi.

Approccio (metodica) di mercato - approccio generale di valutazione di un dato oggetto di stima che comprende uno o più metodi basati sul confronto tra l'attività che è oggetto di stima e attività simili o identiche per le quali siano disponibili indicazioni di prezzi.

Asset side (Debt Free Approach) - Ottica di determinazione del valore di un'azienda, basata sull'ipotesi che la struttura finanziaria non rappresenta una leva-chiave per la determinazione di tale valore e, pertanto, deve essere neutralizzata. Di conseguenza, il capitale proprio è stimato in modo indiretto.

Assunzioni - Vedi **Ipotesi di stima**.

Attualizzazione - Procedimento che consente di convertire un flusso di risultati futuri in un equivalente valore attuale, utilizzando un appropriato tasso di sconto.

Avviamento (Goodwill) - Complesso di risorse e condizioni immateriali che non sono identificate o identificabili separatamente.

Base di valore (Configurazione di valore) - definizione delle principali ipotesi da utilizzare nell'attività di stima.

Base informativa - L'insieme delle informazioni quali-quantitative a supporto della stima. Le informazioni possono essere, per esempio, distinte in: a) interne-esterne; b) pubbliche-private; c) convenzionali-non convenzionali; d) contabili/extra-contabili; e) scientifiche-di prassi; f) storiche-prospettive.

Beta - Misura del rischio sistematico (rischio non eliminabile per diversificazione) di un *asset*; tendenza del prezzo dell'*asset* a correlarsi con le variazioni di uno specifico indice. Include la componente del rischio sistemico e la componente di rischio specifico. Con riferimento alla struttura finanziaria dell'azienda, si qualifica *levered beta* o *unlevered beta*.

Bilancio normalizzato - Bilancio redatto non tenendo conto di attività e passività, costi e ricavi extra-caratteristici, nonché di componenti di reddito non ricorrenti o non pertinenti. È uno strumento utile per eliminare distorsioni e/o facilitare comparazioni.

Capital Asset Pricing Model (CAPM) - Modello secondo il quale il costo del capitale proprio viene determinato come somma tra il tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio e il premio per il rischio di mercato azionario corretto per il rischio sistematico dell'azienda *target*.

Capitalizzazione - Procedimento che consente di convertire un flusso di risultato attuale in un valore futuro, tramite un appropriato tasso.

Costo del capitale proprio - Costo-opportunità del capitale di rischio. Tasso di rendimento atteso, richiesto dal mercato allo scopo di attrarre risorse per finanziare un particolare investimento a titolo di capitale proprio.

Costo di riproduzione (Costo di ricostruzione) - Costo corrente di una nuova attività, identica a quella oggetto di valutazione. Il costo di riproduzione (o di ricostruzione) viene utilizzato quando la riproduzione rappresenta il modo più economico per rimpiazzare il bene.

Costo di sostituzione (Costo di rimpiazzo) - Costo corrente di una nuova attività simile dotata di un'utilità ragionevolmente equivalente a quella del bene oggetto di valutazione. Si ricorre a tale nozione quando la riproduzione non è fisicamente o tecnicamente (a seguito del progresso tecnologico intervenuto) possibile.

Costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital - WACC) - Costo del capitale determinato come media ponderata, a valori di mercato, del costo di tutte le risorse che concorrono alla formazione della struttura finanziaria di un'azienda.

Data della relazione - Data in cui è firmata la relazione di stima.

Data della stima (Data della valutazione) - Data a cui è riferita la valutazione.

Disequilibrio economico - Incapacità dell'azienda di remunerare nel tempo tutti i fattori produttivi, ivi compreso il capitale proprio.

Economic Value Added (EVA) - Grandezza che deriva dalla differenza tra il risultato operativo al netto delle imposte figurative (NOPAT) ed il costo del capitale impiegato ($WACC \cdot CI$).

Enterprise Value - Valore del capitale di un'azienda, quale complesso economico funzionante, nell'accezione di capitale investito (ottica *asset side*).

Equity side - Ottica di determinazione del valore di un'azienda, basata sull'ipotesi che la struttura finanziaria incida su tale valore. Di conseguenza il capitale proprio è stimato in modo diretto.

Equity Value - Valore del capitale di un'azienda, quale complesso economico funzionante, nell'accezione di capitale proprio (ottica *equity side*).

Fattore di crescita "g" - Saggio assunto per stimare la crescita annua di grandezze flusso.

Flusso di cassa (Cash Flow) - Liquidità generata-assorbita in un periodo di tempo da un elemento dell'attivo, da un gruppo di attività o da un'azienda. Il termine "flusso di cassa" può essere usato in senso generale in modo da ricomprendere vari livelli di flussi di cassa specificamente definiti; pertanto, di norma è accompagnato da una qualificazione. Vedi **Flusso di cassa disponibile per i conferenti di capitale proprio** e **Flusso di cassa operativo**.

Flusso di cassa disponibile per i conferenti di capitale proprio - Flusso di cassa disponibile per remunerare il capitale proprio dopo aver finanziato l'attività operativa, gli investimenti e considerato le variazioni del capitale proprio e di debito.

Flusso di cassa operativo - Flusso di cassa disponibile per remunerare i conferenti di capitale proprio e i finanziatori a titolo di debito, dopo aver finanziato l'attività operativa e gli investimenti.

Flusso di reddito - Flusso di risultati di natura economica, quali margini operativi (EBITDA, EBIT), utili netti e dividendi.

Flusso di risultati - Flusso di risultati di natura reddituale o finanziaria, quali margini operativi, utili netti, flussi di cassa, ecc.

Flusso di risultati attesi - Stima del flusso reddituale o finanziario relativo ad una serie di esercizi futuri.

Flusso normalizzato - Flusso (reddituale o finanziario) rettificato per i componenti extra-caratteristici, non ricorrenti o non pertinenti, al fine di eliminare distorsioni e/o facilitare comparazioni. Vedi **Normalizzazione**.

Informazioni economico-finanziarie prospettive - Dati previsionali (finanziari ed economici) utilizzati per la stima dei risultati attesi nell'ambito dei metodi basati sui flussi.

Ipotesi di stima - Proposizione che è assunta come vera. Essa comprende fatti, condizioni o situazioni afferenti all'oggetto di valutazione o all'approccio di stima.

Levered Beta - Beta che riflette la struttura finanziaria comprensiva dell'indebitamento.

Liquidabilità (Negoziabilità) - Capacità di convertire un'attività in denaro in tempi rapidi e ai minimi costi.

Metodo del sovrareddito (Metodo di stima autonoma dell'avviamento) - Nell'ambito dell'approccio basato sul flusso di risultati, metodo di stima autonoma dell'avviamento, basato sull'attualizzazione del differenziale tra il flusso reddituale prospettico e il rendimento normale atteso dal patrimoniale aziendale.

Metodo di valutazione (Metodo di stima) - Specifica modalità di determinazione del valore di un oggetto complesso o di una singola attività nell'ambito di un approccio di stima.

Metodi (criteri) finanziari - Nell'ambito dell'approccio basato sul flusso di risultati, metodo secondo cui il valore dell'oggetto di stima è determinato come attualizzazione dei flussi di cassa attesi.

Metodi (criteri) misti - Metodi che determinano il valore dell'azienda sulla base della sommatoria del valore patrimoniale delle attività dell'azienda, risultato della stima patrimoniale, e il valore "creato" (o distrutto), inteso come avviamento positivo (*goodwill*) o negativo (*badwill*).

Metodi (criteri) patrimoniali - Metodi che individuano il valore effettivo del patrimonio aziendale per mezzo della stima a valori di mercato delle singole attività e passività.

Metodi (criteri) reddituali - Metodi secondo cui il valore dell'oggetto di stima è determinato come attualizzazione dei flussi di reddito attesi.

Multiplo (Moltiplicatore di valore) - Rapporto in cui al numeratore compare un valore o un prezzo, mentre al denominatore compare un parametro economico-finanziario, operativo o fisico. È utilizzato nell'ambito dei metodi comparativi di mercato, per determinare il valore, rispetto ad una grandezza aziendale storica o prospettica che sia causalmente correlata ad esso nella creazione di valore.

Normalizzazione - Procedimento per eliminare distorsioni e/o facilitare comparazioni il cui risultato è un bilancio normalizzato. Vedi **Bilancio Normalizzato e Flusso normalizzato**.

Parere valutativo (Valuation Opinion) - Attività tesa ad esprimere un giudizio su una o più fasi o sul risultato del processo di valutazione o a rappresentare specifici aspetti di un processo valutativo. Il parere può avere per oggetto la congruità, in termini economico-finanziari, di un risultato finale, oppure la sua rispondenza a particolari criteri di valutazione, così come l'adeguatezza di una o più fasi del processo o dell'intero processo valutativo. Con tale espressione si intende inoltre il documento che illustra il parere valutativo.

Piano di risanamento - Qualsiasi piano stragiudiziale o giudiziale che sia potenzialmente idoneo a garantire il risanamento dell'esposizione debitoria e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria.

Posizione finanziaria netta - Indebitamento finanziario netto. Differenza tra l'indebitamento finanziario (a breve e a medio/lungo termine) meno i crediti finanziari (a breve e a medio/lungo termine) e le attività correnti a carattere finanziario e le disponibilità liquide.

Premio (puro) - Maggiorazione, espressa in termini assoluti o percentuali, che individua elementi additivi che non sono già contenuti nella configurazione di valore a cui sono applicati.

Prezzo effettivo di scambio - Il prezzo che si forma nella transazione tra il venditore e il compratore.

Procedure concorsuali - Si devono intendere: a) il fallimento; b) la liquidazione coatta amministrativa (l.c.a.); c) il concordato preventivo; d) l'amministrazione straordinaria (A.S.) delle grandi imprese (e le altre procedure ad essa assimilate); e) le procedure previste dalla Legge 3/2012 per i soggetti non fallibili sovraindebitati (ovvero l'accordo di ristrutturazione da sovraindebitamento, unica procedura che preveda la prosecuzione dell'attività imprenditoriale).

Ramo d'azienda - Sottosistema d'azienda risultante dalla composizione di risorse e finalizzato ad una specifica produzione e/o scambio di beni/servizi. Il sottosistema può corrispondere ad una divisione aziendale o ad un'area funzionale.

Reddito operativo al netto delle imposte (Net Operating Profit After Tax - NOPAT) - Reddito operativo al netto delle imposte teoriche gravanti sullo stesso. È di norma utilizzato per il calcolo dell'*Economic Value Added* (EVA).

Relazione di stima (Relazione di valutazione) - Documento che espone il processo e i risultati dell'attività di valutazione, svolta a seguito dell'espletamento dell'incarico. Si può riferire tanto all'attività di valutazione svolta da un terzo/perito indipendente, quanto a quella espletata da un consulente di parte/perito di parte.

Rischio aziendale - Grado d'incertezza di realizzazione dei futuri rendimenti attesi di un'azienda, derivante da fattori diversi dal livello di indebitamento finanziario. È denominato anche rischio operativo.

Rischio finanziario - Grado d'incertezza nella realizzazione dei rendimenti futuri attesi di un'azienda, derivante dal livello di indebitamento finanziario.

Sconto (puro) - Decurtazione, espressa in termini assoluti o percentuali, che individua elementi sottrattivi che non sono già contenuti nella configurazione di valore a cui sono applicati.

Sovraindebitamento - L'art. 6, co.2, lett.a) della Legge 3/2012 lo definisce come una *“situazione di perdurante squilibrio tra le obbligazioni assunte e il patrimonio prontamente liquidabile per farvi fronte, che determina la rilevante difficoltà ad adempiere le proprie obbligazioni, ovvero la definitiva incapacità di adempiere regolarmente”*.

Sovrareddito - Differenziale tra il flusso reddituale atteso e il rendimento normale derivante da un complesso di beni, impiegati per generare quei benefici economici.

Stand Alone - Vedi **Valutazione Stand Alone**.

Steady State (Stadio stazionario) - Nell'ambito degli approcci basati sui flussi di risultato, assunzione (prospettiva) in virtù della quale i flussi di risultato corrispondono a quelli che l'azienda può conseguire in via permanente al momento della sua valutazione, al netto degli investimenti necessari per conservare nel tempo l'individuato livello di flusso di risultato.

Tasso di attualizzazione - Tasso utilizzato per convertire una somma monetaria futura in un valore attuale.

Tasso di capitalizzazione - Saggio impiegato per convertire una somma attuale in un valore.

Tasso di rendimento - Ammontare dei proventi/oneri realizzati/sostenuti o attesi da un investimento, espresso in termini percentuali.

Tasso di rendimento atteso - Tasso minimo di rendimento ritenuto accettabile dagli investitori al fine di perfezionare l'investimento, considerato il livello di rischio.

Tasso privo di rischio (Risk-Free Rate) - Tasso di rendimento disponibile sul mercato per investimenti liberi da rischio di inadempienza.

Tensione finanziaria - Situazione di rischio di insolvenza, tale per cui l'azienda affronta uno stadio che prospetta la difficoltà ad adempiere regolarmente le proprie obbligazioni con i mezzi a disposizione nel futuro, in quanto i suoi piani previsionali evidenziano l'incapacità sistematica dei flussi di cassa prospettici di fronteggiare l'adempimento delle obbligazioni pianificate.

Unlevered Beta - Beta che riflette la struttura finanziaria senza l'indebitamento.

Valore - Espressione monetaria dell'utilità riconosciuta ad un oggetto da parte di coloro che lo acquistano, lo vendono o ne fanno uso. Come tale, non è mai un dato di fatto ma è sempre un'opinione (giudizio soggettivo). Nella pratica della valutazione aziendale, il valore deve essere sempre qualificato; s'individua, pertanto, ad esempio, il valore di mercato, il valore di liquidazione o il valore dell'investimento.

Valore as is - Valore di un'azienda o di quote di capitale proprio o di subsistemi della stessa nella condizione alla data della stima.

Valore attuale - Valore, ad una data specifica, dei flussi attesi di risultato, calcolato usando un appropriato tasso di attualizzazione.

Valore d'investimento - Valore che considera, ai fini di stima, i benefici offerti dall'attività al soggetto che la detiene, o che potrà detenerla in futuro, con finalità operative ovvero a puro scopo di investimento.

Valore di funzionamento (Going Concern Value) - Valore degli elementi dell'attivo e del passivo del capitale di un'azienda in ipotesi di continuità operativa.

Valore di liquidazione - Importo netto che può essere realizzato in ipotesi di cessazione dell'attività aziendale e di conseguente cessione delle singole componenti del patrimonio. La liquidazione può essere "volontaria" o "forzata".

Valore di liquidazione forzata - Valore di realizzo di un'attività o di un insieme di attività ottenibile nel minor tempo ragionevolmente possibile, nelle condizioni e nel luogo in cui si trova, in una situazione in cui il venditore sia costretto a vendere.

Valore di liquidazione volontaria (Valore di liquidazione ordinaria) - Valore di realizzo di un'attività o di un insieme di attività ottenibile in un periodo di tempo ragionevole per il miglior recupero delle somme in precedenza investite.

Valore di mercato (Market Value) - Prezzo potenziale al quale un oggetto di stima dovrebbe essere negoziato in condizioni di mercato, alla data di riferimento, dopo una normale trattativa tra un venditore e un acquirente disponibili, consapevoli, prudenti e non soggetti a pressioni.

Valore economico del capitale (intrinseco) - Valore del capitale di un'azienda, quale complesso economico funzionante, o di suoi sottosistemi per la cui stima è necessario individuare l'opportuno approccio e metodo di valutazione. È generalmente riferito al capitale economico nella duplice accezione di capitale proprio (*equity value* nell'ottica *equity side*) o di capitale investito (*Enterprise Value* nell'ottica *asset side*).

Valore finale (Valore residuale) - Valore attuale del flusso atteso per il periodo successivo all'orizzonte temporale di previsione analitica, nell'applicazione di un modello basato sull'attualizzazione di flussi futuri attesi.

Valore negoziale equitativo - Valore che esprime il prezzo più probabile al quale l'attività potrebbe essere negoziata alla data di riferimento tra due o più soggetti identificati, indipendenti, correttamente informati e senza vincoli a vendere o comprare.

Valore sinergico - Valore addizionale creato dalla combinazione di due o più unità (aziende o sub-sistemi o insiemi di attività), per cui il valore della combinazione risulta superiore a quello della somma delle parti.

Valutazione - Attività tesa ad una stima di valore.