



# Corso di laurea in “Diritto, Economia e Strategia d’Impresa” (DESI)

*Corso di STRATEGIA E VALUTAZIONE*

**A.A. 2025/2026**

**Lezione del 12 Maggio 2026**

**PROF. A .DI SABATINO MARTINA**

## LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE IN CRISI

*Criticità, Metodologie e Spunti Operativi*

FONTE PRINCIPALE:

Agosto 2025 | Guida Operativa

CNDCEC — Commissione Valutazione d'Azienda



# INDICE DEI CONTENUTI

01



Definizione e Concetti di Crisi Aziendale

02



Analisi delle Cause e Gravità della Crisi

03



Contesti Valutativi e Finalità

04



Configurazioni di Valore

05



Base Informativa e Business Plan

06



Approccio DCF e Stima dei Flussi

07



Stima del Tasso (WACC,  $K_e$ ,  $K_d$ )

08



Terminal Value e Conclusioni

# 01



## DEFINIZIONE E CONCETTI DI CRISI AZIENDALE

---

*Codice della Crisi · PIV · OIV Discussion Paper 1/2025*

# Definizione Normativa di Crisi

Art. 2, comma 1 lett. a) — D.Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 (Codice della Crisi)

*"Lo stato del debitore che rende probabile l'insolvenza e che si manifesta con l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi."*



## DECLINO

Processo di distruzione del valore che, senza azioni correttive, può evolvere in dissesto



## CRISI

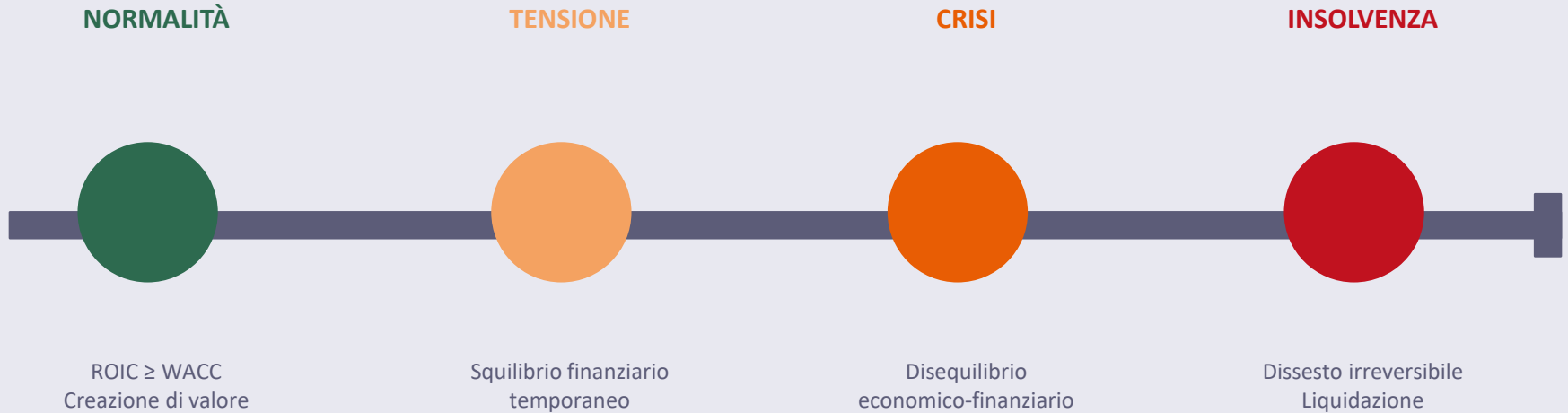
Incapacità di adempiere alle obbligazioni attuali e prevedibili nel normale corso delle attività



## INSOLVENZA

Stato irreversibile: impossibilità di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni

# Il Continuum: Da Normalità a Crisi



Principio chiave: Il passaggio da normalità a crisi passa per un declino in cui l'impresa distrugge valore. Maggiore è la gravità, minori sono le alternative per il recupero.

# 02

## ANALISI DELLE CAUSE E GRAVITÀ DELLA CRISI






---



*Cause Interne · Cause Esterne · Profilo Finanziario · Profilo Operativo*

# Le Cause della Crisi Aziendale

## CAUSE ESTERNE

-  Crisi sistemiche (es. COVID-19, guerre)
-  Crisi settoriali strutturali
-  Crisi congiunturali di mercato
-  Cambiamenti tecnologici dirompenti
-  Variazioni normative e regolamentari

## CAUSE INTERNE

-  Incapacità di mantenere costi competitivi
-  Business model superato
-  Carenze sul fronte marketing
-  Inefficienza nei processi produttivi
-  Inadeguatezza assetto organizzativo
-  Incapacità di gestire il cambiamento
-  Errata valutazione nelle decisioni make-or-buy

# Misurazione della Gravità della Crisi

## Profilo Finanziario

*Moneyness dell'Equity*

**EV > Debito**

Illiquidità / Capitalizzazione insufficiente

**EV = Debito**

Azienda senza patrimonio

**EV < Debito**

Patrimonio negativo — Insolvenza tecnica

## Profilo Operativo

*Parità Competitiva (ROIC vs WACC)*

**ROIC > WACC**

L'impresa genera valore

**ROIC = WACC**

L'impresa conserva il capitale

**ROIC < WACC**

L'impresa distrugge valore

# 03

## CONTESTI VALUTATIVI E FINALITÀ

---

*Going Concern · Liquidazione · Risanamento · Ristrutturazione*



# I 3 Contesti Valutativi di Riferimento

A



## Tensione Finanziaria

Squilibrio finanziario temporaneo. I flussi operativi non coprono i flussi finanziari.

Continuità ipotizzabile. Soluzione tramite accordi con banche e partner strategici.

B



## Crisi Reversibile

Disequilibrio economico-finanziario, redditività compromessa ma processo di turnaround fattibile.

Continuità aziendale possibile con azioni correttive operative/industriali.

C



## Crisi Irreversibile

Disequilibrio irreversibile. Nessuna ragionevole possibilità di ripristinare l'equilibrio.

Ottica liquidatoria parziale o totale. Salvaguardia massima del valore residuo.

# Strumenti del Codice della Crisi (D.Lgs. 14/2019)

## Composizione Negoziata

### Artt. 12-25-septies

Percorso negoziale non concorsuale con esperto indipendente. Accordi con creditori.

## Piano Attestato

### Art. 56

Strumento stragiudiziale e negoziale. Senza omologazione. Non concorsuale.

## Accordi Ristrutturazione

### Artt. 57-64 quater

Strumento negoziale soggetto ad omologazione. Versione agevolata o ad efficacia estesa.

## Concordato Preventivo

### Artt. 84-120 quinquies

In continuità (diretta/indiretta) o liquidatorio. Il più completo strumento concorsuale.

## Liquidazione Giudiziale

### Artt. 221-283

Procedura liquidatoria per insolvenza irreversibile. Massimizzazione del valore residuo.

# Le 4 Finalità della Valutazione in Crisi



## Risanamento

- ✓ Verifica condizioni ripresa sostenibile
- ✓ Reorganization value
- ✓ Base per accordi con creditori



## Ristrutturazione Debito

- ✓ Capacità rimborso nuovi termini
- ✓ Flussi cassa per servizio debito
- ✓ Valore asset come garanzia



## Operazioni Straordinarie

- ✓ Valore potenziale post-ristrutturazione
- ✓ Sinergie operative/finanziarie
- ✓ Canone equo affitto d'azienda



## Liquidazione

- ✓ Valore liquidazione forzata/atomistica
- ✓ Liquidazione ordinata o accelerata
- ✓ Confronto con scenario going concern

# 04

## CONFIGURAZIONI DI VALORE

---

*Valore di Mercato · Investimento · Smobilizzo · Reorganization Value*



# Le Configurazioni di Valore nei PIV

## Valore di Mercato

Prezzo probabile in libero mercato tra soggetti informati. Base per liquidazione.

## Valore di Investimento

Valore specifico per l'investitore, include sinergie e strategie soggettive.

## Valore Negoziale Equitativo

Compromesso tra soggetti specifici con interessi divergenti (equitable value IVS).

## Valore Convenzionale

Determinato da accordi, norme o convenzioni tra le parti.

## Valore di Smobilizzo

Valore in condizioni non ordinarie: liquidazione ordinata, accelerata o forzata.

## Valore Intrinseco

Apprezzamento di un soggetto razionale basato sui fondamentali economici.



# Configurazioni Specifiche per la Crisi (OIV 2025)

## Reorganization Value

- ✓ Valore che un partecipante al mercato attribuisce all'azienda sulla base del piano di ristrutturazione asseverato
- ✓ Riflette i rischi che caratterizzano il piano
- ✓ NON include il rischio che il piano fallisca (no default risk)
- ✓ Corrisponde al valore dell'azienda riorganizzata in funzionamento
- ✓ Utilizzato come base per accordi di ristrutturazione debiti

## Quick Sale (Liquidazione Accelerata)

Valore di cessione di attività in assenza di un normale periodo di commercializzazione.

---

Normalmente esprime un valore **INFERIORE** al valore di mercato della medesima attività.



# 05

## BASE INFORMATIVA E BUSINESS PLAN

---

*Completezza · Coerenza · Attendibilità · Obiettività*



# Qualità della Base Informativa (PIV § 1.5)

## COMPLETEZZA

Informazioni su contesto, settore, azienda, mercati finanziari e comparables

## BASE INFORMATIVA

## COERENZA

Coerenza interna, con i metodi scelti e con le finalità dell'incarico

## ATTENDIBILITÀ

Affidabilità dei dati per evitare risultati distorti o scarsamente significativi

## OBIETTIVITÀ

Analisi indipendenti con necessario spirito critico (Professional Skepticism)

⚠ In caso di gravi limitazioni alla base informativa imposte dal committente, l'Esperto dovrebbe declinare l'incarico.

# Flussi Conditional vs Unconditional

## Flussi CONDITIONAL

*(flussi da piano di risanamento)*

- Condizionati al verificarsi dello scenario più probabile
- Non sono flussi medi attesi in senso statistico
- Richiedono un TASSO DI SCONTO maggiorato per rischio scenario
- Tipicamente i flussi del piano attestato sono conditional

## Flussi UNCONDITIONAL

*(flussi medi attesi)*

- Media ponderata su tutti gli scenari possibili
- Non condizionati al verificarsi di uno scenario specifico
- Si scontano al costo del capitale (senza premi aggiuntivi)
- Richiedono elaborazione di scenari alternativi dal management

# 06

## APPROCCIO DCF E STIMA DEI FLUSSI

---

*DCF Modificato · Approccio per Scenari · Valore di Rendimento*



# Il Metodo DCF: Asset Side vs Equity Side

$$EV = \sum FCFO\_k / (1+WACC)^k + TV$$

Grandezza	Asset Side	Equity Side
Patrimoniale	CIN (Capitale Investito Netto)	PN / Equity
Reddituale	NOPAT (Reddito Operativo Netto)	Reddito Netto (RN)
Monetaria	FCFO (Free Cash Flow Operations)	FCFE (Free Cash Flow to Equity)
Tasso	WACC	Ke
Risultato	Enterprise Value / Asset Value	Equity Value

# L'Approccio per Scenari nel DCF Modificato

$$\text{Valore d'Azienda} = \text{DCF}_{\text{Continuità}} \times (1 - \text{Pf}) + \text{PNR}_{\text{Liquidazione}} \times \text{Pf}$$

## Esempio Applicativo:

Scenario	Metodo	Valore (€)	Probabilità	Valore Adj. (€)
Liquidazione (Scenario 1)	NAV	500.000	50%	250.000
Continuazione 1 (Best Case)	DCF 1	2.000.000	20%	400.000
Continuazione 2 (Base Case)	DCF 2	1.200.000	30%	360.000
<b>VALORE AZIENDA (WA)</b>				<b>1.010.000</b>

*Pf = probabilità di fallimento del piano | 1-Pf = probabilità di continuità | PNR = Patrimonio Netto Rettificato (liquidazione)*

# Altman Z-Score: Classificazione del Rischio

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 0.999X_5$$

$X_1$  = Capitale Circolante / Totale Attivo

$X_2$  = Utili non distribuiti / Totale Attivo

$X_3$  = EBIT / Totale Attivo

$X_4$  = Valore di mercato PN / Totale Passività

$X_5$  = Vendite / Totale Attivo

Z-Score	Zona	Rating S&P	P. Default
$Z > 7.60$	Zona Sicura	A+ / AA	< 0.5%
7.60-6.40	Sicurezza Moderata	A / BBB+	0.5-2.5%
6.40-5.65	Zona Grigia	BBB / BB+	2.5-15%
5.65-4.75	Zona di Rischio	BB / B+	15-25%
4.75-3.75	Rischio Elevato	B / CCC+	25-35%
3.75-2.50	Rischio Molto Elevato	CCC+/CCC-	35-45%
$Z < 2.50$	Zona Fallimento	CCC / D	> 45%

# L'Approccio del Valore di Rendimento

$$EV = DCF - IR \quad (\text{Investimenti in Ristrutturazione})$$

## Cosa include IR?

-  Costi chiusura impianti
-  Costi delocalizzazione produttiva
-  Incentivi all'esodo e TFR liquidato
-  Nuovi investimenti tecnologici
-  Formazione e riqualificazione
-  Spese legali e consulenziali

## Esempio Numerico

DCF (ponderato scenari)	1.400.000 €
Costi chiusura impianto	- 50.000 €
Costi delocalizzazione	- 30.000 €
Incentivi esodo + TFR	- 60.000 €
Nuovi investimenti	- 70.000 €
Formazione	- 20.000 €
<b>Totale IR</b>	<b>- 230.000 €</b>
<b>ENTERPRISE VALUE</b>	<b>1.170.000 €</b>

# 07

## STIMA DEL TASSO (WACC, $K_e$ , $K_d$ )

---

*CAPM · Mortality Premium · Default Spread · Struttura Finanziaria*



# Il WACC nelle Aziende in Crisi

$$WACC = K_e \times [E/(D+E)] + K_d \times (1-t) \times [D/(D+E)]$$

## Ke — Costo Capitale Proprio

Base: Risk Free + Beta × ERP (CAPM)

Premio execution: scostamenti budget vs actual

Premio small size: minore liquidabilità

Mortality Premium: rischio chiusura/liquidazione

⚠ Attenzione al double counting con i flussi

## Kd — Costo Capitale di Debito

Debito ante-crisi: tasso non coerente con rischio attuale

Approccio Damodaran: ICR → Rating → Spread

Approccio Koller:  $K_d = K_e$  in crisi grave

Necessaria distinzione tra debito pre e post crisi

Ceteris paribus: ↑ tasso → ↓ valore del debito

## Struttura Finanziaria

Usare valori di mercato, non contabili, in crisi

Pesi  $D/(D+E)$  ed  $E/(D+E)$  influenzano il WACC

In crisi: valore di mercato del debito ≠ valore nominale

Considerare probabilità sopravvivenza  $p$  e fallimento  $1-p$

Bankruptcy costs of debt ( $\alpha$ ) nel WACC corretto

# Il Mortality Rate Model per le Aziende in Crisi

$$\% \text{ incremento tasso di attualizzazione} = Mr / (1 - Mr)$$

## Come si calcola?

### Dati Banca d'Italia (2009-2010):

Anno	Mortality Rate	Survival Rate
Anno 1	3.2%	96.8%
Anno 2	9.4%	90.6%
Anno 3	13.8%	86.2%

*Alternativa: utilizzo Z-Score Altman per determinare default spread in base alla classe di rating S&P corrispondente*

## Esempio: Incremento Tasso

### Tasso base: 12%

Anno	Mr	Incremento	Tasso Eff.
Esercizio n+1	Mr=3.2%	3.31%	12.40%
Esercizio n+2	Mr=9.4%	10.38%	13.25%
Esercizio n+3	Mr=13.8%	16.01%	13.92%
<b>Terminal Value</b>	<b>Mr=22.5%</b>	<b>+15.48%</b>	<b>15.48%</b>

# Due Tassi Distinti: Periodo Esplicito vs Terminal Value

## PERIODO DI PREVISIONE ESPLICITA (Piano 3-5 anni)

$WACC_1$  — Maggiorato per rischio crisi, scenario, execution, mortality rate

## TERMINAL VALUE (Stabilizzazione)

$WACC_2$  — Normalizzato, azienda tornata in bonis

 In crisi, il profilo di rischio cambia radicalmente rispetto al momento in cui le fonti di debito si sono formate

 Il TV riflette la fase POST-risanamento: struttura stabile, continuità garantita, rischi attenuati

 Il premio per il rischio (mortality rate, default spread) si riduce o azzerava nell'orizzonte del TV

 ⚠ Evitare il double counting: se il rischio è già nei flussi, non aggiungerlo anche nel tasso

# 08

## TERMINAL VALUE E CONCLUSIONI

---

*Steady State · Growth Rate · Orizzonte Temporale · Normalizzazione Flussi*



# La Stima del Terminal Value in Contesti di Crisi

$$TV = [FCFO_{(n+1)} / (WACC - g)] / (1+WACC)^n$$



## Flusso Steady State

FCFO normalizzato: rappresenta la capacità di reddito stabile e riproducibile nel tempo post-piano. Non è la semplice estrapolazione dell'ultimo anno.



## Orizzonte Temporale

Preferibile la durata ILLIMITATA (rendita perpetua) se l'azienda raggiunge la 'parità competitiva' ( $ROIC \geq WACC$ ). Scelte diverse richiedono motivazione specifica.



## Tasso di Crescita g

$g = IR \times ROIC$  (asset side). In crisi è molto difficile giustificare un  $g > 0$ : l'azienda deve prima raggiungere la parità competitiva.



## Rischi nel TV

Anche nel TV declinare rischio scenario/execution. Se i flussi TV non sono medi attesi, aggiungere premio nel tasso o usare approccio per scenari.

# Calcolo del TV con Approccio per Scenari

## Piano Economico-Finanziario (€)

Scenario	Prob.	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5	TV
Piano base (attestato)	60%	-450	-100	+50	+300	+400	400
Piano stressato	25%	-650	-150	-50	+150	+200	200
Scenario insolvenza	15%	-700	-200	-210	+250	—	—
<b>FLUSSI MEDI ATTESI</b>	<b>100%</b>	<b>-538</b>	<b>-128</b>	<b>-14</b>	<b>+255</b>	<b>+290</b>	<b>290</b>

**Valore Azienda — Piano Base: 2.437.000 €**

WACC base: 10% | Risk Free: 2%

**Valore su Flussi Medi Attesi: 1.492.000 €**

*Differenza: -38.8% rispetto al piano base*



La differenza tra i due valori evidenzia l'impatto dell'ottimismo tipico dei piani manageriali. L'Esperto deve sempre confrontare i flussi del piano con scenari alternativi.

# Mappa dei Rischi nella Valutazione in Crisi

## 1. Rischio Scenario

*Piano = most likely, non flussi medi attesi*

→ Ponderare scenari alternativi (best/base/worst)

## 2. Rischio di Execution

*Assunzioni ipotetiche non sperimentate nel piano*

→ Premio spread su tasso interno di rendimento

## 3. Rischio di Default

*Probabilità di insuccesso del piano → liquidazione*

→ Mortality rate | Z-Score Altman | Fondi specializzati

# La Valutazione Piena: 5 Fasi del Processo

*L'OIV (Discussion Paper 1/2025) raccomanda sempre la valutazione piena in contesti di crisi*

1



## Base Informativa

Raccolta e apprezzamento critico delle informazioni storiche e prospettiche.  
Professional Skepticism.

2



## Analisi Fondamentale

Studio del contesto di mercato, dei driver di valore, dei fattori di rischio e della sostenibilità del turnaround.

3



## Selezione Metodologia

Scelta della metodologia più idonea al contesto, alla configurazione di valore e alle finalità dell'incarico.

4



## Fattori di Rischio

Identificazione e apprezzamento dei rischi: scenario, execution, default.  
Declinazione nei flussi o nel tasso.

5



## Sintesi Valutativa

Costruzione razionale, verificabile, motivata. Nessun rinvio generico alla prudenza.  
Trasparenza sulle assunzioni.

# CONCLUSIONI CHIAVE

- ✓ Applicare i principi PIV anche in crisi, con i necessari correttivi al contesto specifico
- ✓ Il DCF è la metodologia preferita in going concern; le metodiche reddituali e market approach hanno limitazioni severe in crisi
- ✓ Declinare i rischi (scenario, execution, default) nei flussi (preferibile) o nel tasso, evitando sempre il double counting
- ✓ I flussi del piano di risanamento sono quasi sempre conditional: non sono flussi medi attesi senza ulteriori rettifiche
- ✓ Il Terminal Value pesa fino al 100%+ del valore in crisi: massima attenzione a steady state, growth rate e tasso di attualizzazione
- ⚠ La valutazione deve essere razionale, verificabile, motivata — mai basata su generici rinvii alla prudenza (PIV § I.1.4)

# Riferimenti Normativi e Bibliografici

## Normativa

- D.Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 — Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza
- OIC 11 — Principi generali di redazione del bilancio d'esercizio

## Standard Valutativi

- PIV — Principi Italiani di Valutazione (OIV)
- IVS — International Valuation Standards (IVSC)
- OIV Discussion Paper 1/2025 — La valutazione delle aziende in crisi
- OIV Discussion Paper 01/2021 — L'uso dell'informazione finanziaria prospettica

## Linee Guida

- CNDCEC – SIDREA, Linee guida per la valutazione delle aziende in crisi, 2016
- CNDCEC – FNC, Principi di attestazione dei piani di risanamento, 2024
- CNDCEC, Informativa e valutazione nella crisi di impresa, 2015

## Letteratura

- Altman E.I. (2025), Unlocking the Credit Cycle: Beyond the Z-Score
- S&P Global Ratings (2024), Annual Global Corporate Default and Rating Transition Study
- M. Bini, La valutazione delle aziende in crisi, Egea 2025
- Damodaran A. (2011), Applied Corporate Finance, Wiley

GRAZIE PER  
L'ATTENZIONE

