

Sommario n. 10/2025



Nuove aree di sviluppo

Analisi e gestione delle crisi aziendali: strumenti di valutazione e ruolo dell'esperto	4
Revisori e rendicontazione di sostenibilità: stato dell'arte e nuovo calendario	10



Primo piano

Dal CNDCEC risposte e chiarimenti alle criticità di gestione delle STP	14
PEC amministratori: interpretazioni ancora discordanti	18



Consulenza strategica

Controllo di gestione: come gestire il tempo nello studio professionale	21
Transizione industriale, nuovo bando per gli investimenti green	26



Transizione digitale

Rigenerazione dell'ambiente di sicurezza	30
Modello unico per la delega dei servizi online agli intermediari	34



Sviluppo commerciale e marketing

Il vero lavoro inizia dopo la consulenza: strategie di fidelizzazione	38
Psicologia e scelte fiscali: come guidare il cliente tra razionalità e percezione	43

Analisi e gestione delle crisi aziendali: strumenti di valutazione e ruolo dell'esperto

Vantaggi per lo studio

Dal CNDCEC un supporto ai professionisti impegnati nella valutazione delle imprese in difficoltà. Compito dell'esperto, infatti, è formulare un giudizio motivato, indicando con chiarezza la base informativa utilizzata e le eventuali limitazioni. Ciò richiede un'analisi completa, obiettiva e condotta con spirito critico, nel rispetto del principio di *professional skepticism*.

L'economia di mercato degli ultimi anni ha mostrato come la crisi aziendale rappresenti sempre più un fenomeno diffuso e fisiologico. Il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (CNDCEC) ha pubblicato il documento "Valutazione delle aziende in crisi: criticità e spunti di riflessione" con l'obiettivo di offrire un supporto concreto ai professionisti impegnati nella valutazione delle imprese in difficoltà.

Il riferimento normativo è il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, che definisce la crisi come *"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 12 mesi"*. La crisi si configura come uno stadio patologicamente anteriore rispetto all'insolvenza, per cui rappresenta una fase in cui è ancora possibile - e necessario - intervenire per evitare l'evoluzione verso una situazione irreversibile di insolvenza, che fisiologicamente conduce alla liquidazione giudiziale.

L'individuazione degli strumenti più idonei per la salvaguardia e il risanamento dell'impresa passa attraverso un insieme di previsioni normative che richiedono analisi approfondite. In questa prospettiva, una valutazione informata dell'impresa in crisi assume un ruolo decisivo sia come strumento di diagnosi della gravità della crisi, sia come mezzo per individuarne le cause. La valutazione, infatti, nella fase di gestione della crisi ha come obiettivo prioritario la determinazione dell'effettivo valore dell'attivo aziendale e l'elaborazione di soluzioni di risanamento. Un ruolo centrale è attribuito al valutatore, chiamato non solo a svolgere un'analisi tecnica, ma anche a garantire la massima indipendenza professionale sia rispetto agli interessi delle parti coinvolte, sia rispetto ai piani di ristrutturazione predisposti dall'impresa.

COME SI VALUTANO LE AZIENDE IN CRISI

- ⇒ L'esperto deve dotarsi di una base informativa appropriata, capace di contestualizzare l'attività d'impresa nell'ambiente di riferimento.
- ⇒ L'esperto deve comprendere se la crisi deriva da una causa esterna o da una causa interna.
- ⇒ L'esperto deve valutare la gravità della crisi, considerando il profilo finanziario e il profilo operativo.
- ⇒ Sulla base delle valutazioni effettuate, l'esperto determina se l'attività aziendale può proseguire e se la crisi è reversibile o irreversibile.

FINALITÀ DI VALUTAZIONE DELLE IMPRESE IN CRISI

- ⇒ Risanamento: l'azienda mira a superare la crisi ripristinando l'equilibrio economico, finanziario e patrimoniale, dimostrando ai creditori di avere concrete probabilità di risollevarsi, garantendo la continuità operativa e il soddisfacimento dei debiti nel lungo periodo.
- ⇒ Ristrutturazione del debito: l'azienda in crisi rinegozia il proprio debito per valutare la capacità di farvi fronte, stimare i flussi di cassa futuri e determinare il valore degli asset disponibili come garanzia o fonte di liquidità.
- ⇒ Operazioni straordinarie: le aziende in crisi possono essere acquisite o affittate da altre imprese che intravedono sinergie o vantaggi strategici.
- ⇒ Liquidazione: i beni aziendali dell'azienda in crisi vengono venduti per soddisfare i creditori, in quanto non è possibile il risanamento o la continuità operativa.

VALUTAZIONE D'IMPRESA NEI CONTESTI DI CRISI

La stima del valore aziendale in situazioni di crisi rappresenta una delle sfide più complesse per i professionisti delle valutazioni. Rispetto alle imprese in condizioni ordinarie, le aziende in crisi presentano un **profilo di rischio più elevato** (*inherent risk*), legato alla necessità di intraprendere **azioni correttive** - operative e/o finanziarie - che segnano una discontinuità con il passato.

In ambito professionale, con *"stato di crisi"* si intende l'incapacità non solo di adempiere alle obbligazioni già assunte, ma anche a quelle prevedibili nel normale corso delle attività. Il passaggio da una situazione di successo o stabilità a una condizione di crisi avviene attraverso una fase di declino, durante la quale l'impresa non crea più valore, bensì lo distrugge.

Sul piano normativo, la definizione di crisi è stata formalizzata dall'art. 2, c. 1, lett. a) D.Lgs. 12.01.2019, n. 14 (*"Codice della Crisi"*), che la descrive come 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 12 mesi"*. Per questo motivo, l'esperto chiamato a esprimere una valutazione deve, innanzitutto, condurre un'analisi accurata delle cause della crisi, valutandone natura, dimensione e impatto sull'assetto strategico, gestionale e strutturale dell'impresa. È, inoltre, necessario stimare i tempi di un eventuale *turnaround* e la percezione dello stato di crisi da parte degli *stakeholder*. Oltre all'individuazione delle cause, va misurata la gravità della crisi stessa: quanto più è profonda, tanto minori saranno le alternative percorribili per il recupero del valore aziendale.

Nella valutazione di un'impresa in crisi, la contrapposizione tra il valore stimato in continuità (*going concern*) e quello derivante da una liquidazione o cessione (totale o parziale) è alla base delle decisioni di *governance*, degli investitori, degli organi previsti dal codice della crisi e, più in generale, di tutti gli *stakeholder*.

L'**affidabilità della stima** diventa, quindi, un elemento essenziale per individuare la soluzione più razionale alla crisi, sia in sede stragiudiziale che giudiziale; essa si fonda su 3 requisiti:

1. capacità di esprimere, nei valori di cessione o liquidazione, il **prezzo più probabile**;
2. capacità di rappresentare, nei valori di funzionamento, un **valore medio atteso** rispetto agli scenari possibili, distinto dallo scenario *"più probabile"* del piano attestato, che non sempre coincide con i flussi medi attesi;
3. capacità di riflettere, nel valore dell'impresa riorganizzata, il **prezzo futuro più probabile** al realizzarsi del piano di risanamento.

Nel processo di gestione della crisi, si precisa che l'esperto dovrebbe sempre svolgere una **valutazione piena** - obbligatoria nelle valutazioni legali - che prevede un giudizio di valore fondato sullo svolgimento completo del processo valutativo e che si sviluppa attraverso 5 fasi:

1. formazione e apprezzamento della base informativa;
2. applicazione dell'analisi fondamentale;
3. selezione della/e metodologia/e di stima più idonea/e agli scopi della valutazione;

4. apprezzamento dei principali fattori di rischio;
5. costruzione di una razionale sintesi valutativa.

PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE DELL'ESPERTO

La valutazione di un'entità aziendale può avvenire con 2 diversi presupposti, da esplicitare nella relazione di valutazione: **going concern** o **liquidazione**. L'esperto deve effettuare le opportune considerazioni su un orizzonte temporale abbastanza lungo, per cui nell'ambito della costruzione dell'impianto valutativo, egli sarà chiamato ad un autonomo esercizio di **scetticismo professionale** al fine di:

- formulare un preliminare giudizio di ragionevolezza dell'assunto della continuità nel prevedibile futuro sulla base degli elementi informativi che deve raccogliere ai fini dell'espletamento dell'incarico;
- formulare un preliminare giudizio di coerenza dell'assunto della continuità con l'obiettivo della stima;
- apprezzare il rischio di continuità mediante opportune correzioni dei flussi attesi, del tasso di attualizzazione o di entrambi, ponendo particolare attenzione a fenomeni di *double counting*.

L'analisi preliminare della situazione di crisi, delle sue cause e del livello di gravità, rappresenta un elemento imprescindibile ai fini dell'analisi fondamentale. Un'accurata ricognizione delle cause è necessaria ai fini della verifica della fattibilità di un processo di risanamento, dunque, di prosecuzione dell'attività aziendale e della verifica della reversibilità o meno della crisi. La distruzione di risorse finanziarie è correlata alla degenerazione di fattori economici; quindi, è in genere un sintomo ma non la causa della crisi. In rari casi si possono avere crisi finanziarie *"pure"* correlate all'utilizzo di uno strumento di finanziamento non coerente con la struttura degli impieghi.

Le cause più frequenti di crisi d'impresa possono essere ricondotte a due 2 ambiti principali:

- **cause esterne:** eventi che riguardano l'intero sistema economico (es. pandemia COVID-19) o specifici settori (come la *automotive* nella transizione verso prodotti *green*) e possono avere natura congiunturale o strutturale;
- **cause interne:** spesso trascurate o erroneamente attribuite a fattori esterni, ma in realtà gestibili dall'impresa. Tra le più comuni:
 - .. incapacità di mantenere costi competitivi;
 - .. modelli di *business* obsoleti;
 - .. debolezze nelle strategie di *marketing*;
 - .. inefficienze nei processi produttivi;
 - .. assetto organizzativo, sistemi di controllo inadeguati, carenza di professionalità;
 - .. scarsa capacità di innovare e gestire il cambiamento;
 - .. errori nelle scelte di *make or buy*.

Una volta individuate le cause, l'esperto deve valutarne la gravità, considerando 2 profili chiave:

1. **profilo finanziario**, misurato dalla *money-ness dell'equity* (differenza tra *enterprise value* e valore nominale del debito);
2. **profilo operativo**, legato alla *"parità competitiva"*, ossia alla

capacità di remunerare il capitale investito ai costi di sostituzione, preservandone il valore anziché distruggerlo.

L'ipotesi di continuità aziendale si fonda sulla capacità dell'impresa di preservare il valore del capitale investito. Solo in questa condizione l'azienda può essere valutata in una prospettiva di durata indefinita, senza necessità di interventi correttivi. Al contrario, le imprese che non rispettano tale requisito risultano potenzialmente a rischio di sopravvivenza, indipendentemente dal livello di indebitamento. Anche un'impresa interamente finanziata con mezzi propri, infatti, se realizza un rendimento inferiore al costo del capitale, distrugge valore e non sarebbe in grado di attrarre le risorse necessarie a sostituire gli *asset* indispensabili per proseguire l'attività. La gravità della crisi è direttamente legata alle possibilità di risanamento: più la crisi è profonda, minori sono le alternative percorribili e le probabilità di successo di un piano di recupero.

FINALITÀ DELLA VALUTAZIONE NELLE IMPRESE IN CRISI

Nella valutazione di un'impresa in crisi, la definizione della finalità assume un ruolo centrale e si distingue nettamente rispetto a contesti *"fisiologici"*. La finalità rappresenta, infatti, il punto di partenza del processo valutativo: essa determina la configurazione di valore da ricercare, condiziona la metodologia applicabile e influenza il risultato finale. In altre parole, il *"perché"* della valutazione guida il *"come"* essa viene condotta. In situazioni di crisi, identificare correttamente la finalità è ancora più importante, poiché da essa dipendono la scelta dei metodi, la configurazione di valore e la possibilità di fornire un quadro attendibile e utile ai processi decisionali. La valutazione diventa quindi uno strumento indispensabile per:

- orientare decisioni tempestive e coerenti con il contesto economico e giuridico;
- garantire trasparenza e credibilità verso creditori, investitori e *stakeholder*;
- facilitare il dialogo tra le parti coinvolte;
- stimare il valore attuale e prospettico dell'impresa;
- supportare operazioni di risanamento, ristrutturazione o liquidazione.

L'importanza di questo passaggio è rafforzata dal fatto che l'impresa in crisi si trova in una condizione di rischio operativo e/o finanziario che richiede un approccio su misura, capace di adattarsi alle specificità della situazione.

Quanto al contesto valutativo, la gestione di una crisi varia in funzione della gravità dei fenomeni patologici:

- azienda in tensione finanziaria:** situazione di temporaneo squilibrio finanziario, che può sfociare in insolvenza prospettica;
- azienda in disequilibrio economico con crisi reversibile:** la redditività è compromessa e i fabbisogni finanziari non sono coperti, ma la continuità aziendale resta plausibile se si attua un *turnaround* con interventi operativi/industriali;
- azienda in crisi irreversibile:** squilibrio economico-finanziario non più recuperabile, con redditività azzerata e impossibilità di ripristinare l'equilibrio. In questo caso il rife-

rimento è un'ottica liquidatoria, parziale o totale, mirata a contenere i danni e preservare quanto più valore possibile. In linea generale, i processi valutativi nelle crisi aziendali possono essere ricondotti a **4 macrocategorie**, individuate in base alla leva strategica da adottare: il risanamento, la ristrutturazione del debito, le operazioni straordinarie, la liquidazione. Essi trovano applicazione, singolarmente o in combinazione, negli strumenti di regolazione della crisi previsti dalla normativa. Pur condividendo obiettivi comuni - ossia, supportare le decisioni, garantire la fattibilità dei piani, favorire il consenso dei creditori - ciascun contesto presenta specificità proprie, legate alle circostanze e agli obiettivi perseguiti dall'impresa.

RISANAMENTO

Attraverso il risanamento l'impresa cerca di superare lo stato di difficoltà mediante azioni operative e/o finanziarie volte a ripristinare l'equilibrio patrimoniale, economico-finanziario e le normali condizioni di attività. In questo contesto, le valutazioni hanno l'obiettivo di verificare la sostenibilità della ripresa, devono cioè accertare se l'azienda può generare valore sufficiente a coprire le passività e definire un valore d'impresa coerente con i cambiamenti strutturali proposti. Nell'ambito degli strumenti di gestione della crisi, l'esperto può essere chiamato a determinare il cosiddetto **reorganization value**. In particolare, nei piani attestati di risanamento o negli accordi di ristrutturazione dei debiti, la valutazione serve a dimostrare ai creditori che l'azienda ha una probabilità ragionevole di risollevarsi, fornendo informazioni utili a sostenere un piano orientato alla continuità operativa e al soddisfacimento dei debiti nel lungo termine.

Riguardo i **rischi legati al risanamento**, nella valutazione delle aziende in crisi, basate su metodiche *income approach* (attualizzazione dei flussi di reddito/finanziari), oltre al normale rischio sistematico di *business*, l'esperto dovrà apprezzare anche i rischi correlati all'attuazione del piano di risanamento alla sua probabilità di insuccesso, con conseguente **default**. I rischi da considerare, in relazione alle diverse configurazioni di valore ricercate, sono essenzialmente 2:

- **rischio del piano:** indica la possibile dispersione dei risultati ottenibili e va considerato quando si calcola il *"reorganization value"*; in questa categoria rientrano il rischio scenario (variazioni nelle condizioni previste) e il rischio di esecuzione (difficoltà nell'attuare il piano);
- **probabilità di insuccesso del piano:** se si calcola il valore di mercato, è necessario considerare la possibilità che il piano non sia sostenibile e possa portare al **default**.

RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO

Le aziende in crisi necessitano, nella quasi totalità dei casi, di rinegoziare il proprio debito. In linea generale, le valutazioni finalizzate alla ristrutturazione del debito mirano a:

- analizzare la capacità di rimborso dell'azienda a fronte di nuovi termini di pagamento;
- stimare i flussi di cassa futuri necessari a servizio del debito ristrutturato;

- determinare il valore degli asset che possono essere utilizzati come garanzia o fonte di liquidità per soddisfare parte della debitoria.

OPERAZIONI STRAORDINARIE

Spesso le aziende in crisi vengono acquisite o affittate da altre imprese che intravedono opportunità di sinergie o vantaggi strategici. In questi casi, la valutazione mira a determinare il “valore potenziale” dell’impresa, considerando sia la crisi in corso sia le possibili sinergie. Gli obiettivi principali delle valutazioni in operazioni straordinarie sono:

- stimare il potenziale dell’azienda di generare valore una volta ristrutturata o integrata;
- identificare *asset* strategici con valore superiore rispetto alla liquidazione;
- calcolare il valore di mercato tenendo conto delle sinergie operative o finanziarie;
- fornire una base per determinare un canone equo di affitto.

L’esperto può, così, valutare sia il canone di affitto dell’azienda o di parti di essa, considerando costi e rischi della crisi, sia il valore dell’*equity*, utile per trasformazioni del debito in *equity*, aumenti di capitale, transazioni tra soci o altre operazioni di finanza straordinaria.

LIQUIDAZIONE

Quando lo strumento per risolvere la crisi prevede la liquidazione o la cessione di beni per soddisfare i creditori, la finalità della valutazione si concentra sul corretto determinare il valore degli asset aziendali.

Le valutazioni liquidatorie mirano principalmente a:

- stimare il valore di liquidazione degli asset e l’eventuale valore residuo;
- valutare rami d’azienda o singole unità produttive;
- confrontare il valore stimato con lo scenario liquidatorio complessivo.

1. Il valore di mercato

Rappresenta il prezzo a cui un asset, una passività o un’impresa potrebbe essere negoziato in un libero mercato, tra acquirente e venditore informati e senza coercizione, basandosi sul principio del **highest and best use**, ossia l’utilizzo che massimizza il valore del bene, indipendentemente dall’uso attuale.

Nel caso di un’azienda in crisi, il valore di mercato può perdere parte della sua significatività, poiché l’impresa si trova spesso in una situazione di emergenza che riduce il numero di potenziali acquirenti e la possibilità di una negoziazione equilibrata. Di conseguenza, il valore di mercato può risultare significativamente inferiore rispetto a un’azienda sana o, in alcuni casi, può non esistere in senso stretto. I principali fattori che influenzano il valore di mercato nelle imprese in crisi sono:

- la ridotta liquidità;
- le asimmetrie informative;
- il rischio percepito.

In questo contesto, il valore di mercato rappresenta spesso il punto di partenza per la determinazione del valore di liquidazione.

2. Valore di investimento (*Investment Value*)

Rappresenta il valore attribuito a un’azienda da un investitore specifico, considerando obiettivi strategici, sinergie e capacità di gestire rischi particolari. In situazioni di crisi, il valore di investimento dipende da:

- sinergie possibili;
- prospettive di ristrutturazione;
- tempi e costi degli interventi.

Esso si basa sui piani di ristrutturazione e riflette il potenziale dell’azienda per un investitore razionale.

In particolare, l’esperto può essere chiamato a determinare:

1. il valore di liquidazione forzata e atomistica delle singole attività, considerando la loro specificità e il processo di vendita competitiva;
2. il valore di liquidazione forzata dell’azienda in continuità alla data corrente, tenendo conto del rischio di ristrutturazione e del possibile insuccesso della stessa, applicando uno sconto al valore di mercato in relazione alla debolezza del debitore;
3. il valore di liquidazione ordinaria o accelerata di parti dell’azienda, singole attività o partecipazioni a date future.

Le tipologie di liquidazione secondo l’OIV (Organismo Indipendente di Valutazione) sono:

- **ordinata**: vendita separata con tempo adeguato;
- **accelerata**: vendita rapida con minore esposizione al mercato;
- **forzata**: vendita obbligata tramite asta o simili.

CONFIGURAZIONI DI VALORE NELLE IMPRESE IN CRISI

La definizione della configurazione di valore è un passaggio fondamentale nella valutazione di un’impresa in crisi, poiché traduce concretamente le finalità della valutazione e guida la scelta del metodo, l’analisi dei rischi e la comunicazione dei risultati. La selezione della configurazione più appropriata dipende da 3 fattori principali:

- finalità della valutazione;
- contesto operativo;
- tipo di transazione.

Nei contesti di crisi, in cui l’instabilità e l’erosione del capitale aumentano le incertezze, una chiara definizione del valore è essenziale. I Principi Italiani di Valutazione (PIV) e il *Discussion Paper* 1/2025 forniscono un *framework* concettuale e metodologico, individuando le configurazioni principali, di seguito elencati e descritti.

3. Valore negoziale equitativo (*Equitable Value*)

Indica il prezzo probabile di un accordo tra soggetti specifici con interessi divergenti. Nelle crisi, assume rilevanza perché:

- i venditori possono accettare prezzi inferiori per ottenere liquidità;
- gli acquirenti possono negoziare sconti per sfruttare la situazione.

Esso, dunque, dipende dalle condizioni contingenti e dagli accordi tra le parti.

4. Valore di smobilizzo (*Liquidation Value*)

Rappresenta il valore ottenibile in condizioni non ordinarie, tipicamente inferiore al mercato o al valore intrinseco, riflettendo urgenza, perdite operative e deterioramento degli *asset*. I fattori principali sono:

- tipologia e condizione degli *asset*;
- domanda e condizioni di mercato;
- tempo disponibile per la vendita e costi di smobilizzo.

5. Valore intrinseco (*Intrinsic/Fundamental Value*)

Rappresenta il valore "*fondamentale*" stimato da un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato, basato sui benefici economici attesi e sui rischi. In caso di crisi, esso è influenzato da:

- flussi di cassa futuri;
- qualità degli *asset*;
- posizione competitiva e settore;
- struttura del debito;
- *management* e piani di ristrutturazione;
- fattori macroeconomici.

CONCLUSIONE

Valutare un'azienda in crisi è un compito complesso poiché richiede all'esperto di esaminare flussi caratterizzati da dinamiche particolari. Il primo passo consiste nell'analizzare il contesto economico e giuridico in cui l'impresa opera. L'attenzione non deve limitarsi al piano presentato, ma estendersi anche alla stabilità aziendale e alle ipotesi su cui il piano si fonda. È inoltre necessario verificare che le risorse disponibili siano effettivamente adeguate alla sua realizzazione.

La soluzione di una crisi coinvolge diversi soggetti, spesso

portatori di interessi divergenti, che interagiscono con l'esperto. In tale processo, la qualità della base informativa - ossia l'insieme dei dati storici e prospettici indispensabili per lo svolgimento dell'incarico - riveste un ruolo decisivo, poiché condiziona direttamente il giudizio finale.

Compito dell'esperto è formulare un giudizio motivato, indicando con chiarezza la base informativa utilizzata e le eventuali limitazioni. Ciò richiede un'analisi completa, obiettiva e condotta con spirito critico, nel rispetto del principio di **Professional Skepticism**.