

# Azienda in continuità o no? Come cambiano le valutazioni

Giorgia Gallo  
Dottore Commercialista

Valutazione e Valorizzazione di Immobili Atipici  
nelle Procedure Concorsuali  
25 e 27 novembre 2025



# Requisiti della valutazione *affidabile*

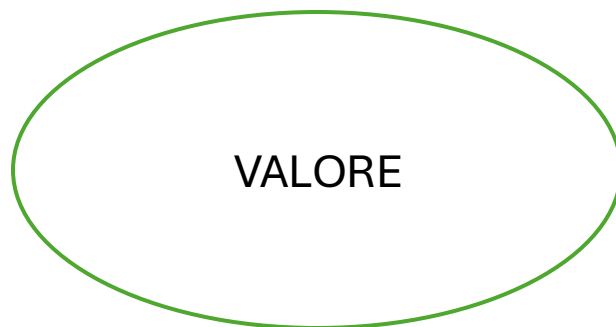
- Capacità di esprimere, nei valori di cessione o di liquidazione, il prezzo più probabile
- Capacità di esprimere, nei valori di funzionamento, un valore medio atteso, rispetto agli scenari possibili.
- Capacità di esprimere, nel valore dell'azienda riorganizzata, il prezzo futuro più probabile al realizzarsi del piano.

# Architettura dell'impianto valutativo

**Finalità della valutazione** in relazione alle possibili soluzioni/evoluzioni della crisi

**Oggetto specifico della valutazione** (attivo aziendale, azioni, titoli di debito..)

**Configurazione di valore** (valore di mercato, valore d'investimento, valore di riorganizzazione, liquidazione ordinata, liquidazione accelerata, liquidazione forzata, canone di affitto di azienda)



**Metodologia applicabile**

**Prospettiva della valutazione** (going concern o gone concern)

**Output valutativo**

Valutazione piena

Parere valutativo, parere di congruità

Calcolo valutativo, revisione di altra valutazione

# Finalità della valutazione di un'impresa in crisi

- Individuare la migliore soluzione da adottare per l'impresa o per una specifica categoria di portatori di interesse
- **Valutare se il valore dell'impresa ristrutturata sia superiore al valore dell'impresa in liquidazione**
- Valutare se sia più opportuno cedere un ramo di azienda rispetto a trattenerlo
- Quale sia il prezzo di emissione di nuove azioni con rinuncia al diritto di opzione
- Quale sia il rapporto di conversione di crediti in equity
- Valutazione richiesta ai fini di bilancio (impairment test)
- Stimare il valore di liquidazione delle azioni in caso di recesso quando la ristrutturazione fa scattare l'obbligo che lo legittimano

# Configurazioni di valore

## Valore di mercato

Prezzo al quale un asset potrebbe essere verosimilmente negoziato dopo appropriato periodo di commercializzazione, in un libero mercato, in condizioni di piena informazione

Base da cui partire per la determinazione del valore di liquidazione

## Valore di investimento

Valore dal punto di vista dell'investitore tenuto conto di specifiche esigenze, obiettivi e possibili sinergie

Operatore razionale che intenda valutare le ragioni economiche di un investimento nell'impresa in crisi

## Valore equitativo

Valore di negoziazione fra soggetti identificati in maniera specifica

Importante nelle crisi aziendale perché il valore rappresenta un equilibrio tra le aspettative e le esigenze delle parti coinvolte

# Configurazioni di valore

## Valore di smobilizzo

Valore in condizioni non ordinarie, in condizioni di emergenza o di necessità. Si colloca al di sotto del valore di mercato o del valore intrinseco.

Necessità di vendere rapidamente gli asset per generare liquidità e pagare i creditori

## Valore intrinseco

Valore dell'azienda che riflette la realtà operativa dell'azienda nelle sue condizioni correnti. AS IS

Valutare se esistono margini per il risanamento

## Valore dell'azienda riorganizzata

Valore sulla base del piano di ristrutturazione asseverato o comunque verificato

Riflette i rischi del piano

## Valore di liquidazione accelerata

Valore di cessione di attività funzionali alla realizzazione del piano

Assenza di un normale periodo di commercializzazione, impossibilità di svolgere la *due diligence*

## *Processo Valutativo nella prospettiva di «going concern»*

### Output valutativo: Valutazione piena (rif. PIV 1.4.3)

Il processo valutativo prevede

1. Formazione e l'apprezzamento della base informativa
2. Applicazione dell'analisi fondamentale
3. Selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della valutazione
4. Apprezzamento dei principali fattori di rischio
5. Costruzione di una razionale sintesi valutativa

# *Processo Valutativo nella prospettiva di «going concern»*

## La base informativa e l'analisi fondamentale

- Esame degli elementi distintivi che caratterizzano l'attività da valutare
- Analisi del contesto di mercato e della sua dinamica
- Esame degli specifici driver di valore e della loro evoluzione nel tempo (analisi storica)
- Analisi prospettica del dispiegamento dei driver di valore
- Individuazione dei fattori di rischio



L'INCERTEZZA ENTRA  
NELLA VALUTAZIONE

## *Processo Valutativo nella prospettiva di «going concern»*

### La base informativa e l'analisi fondamentale



L'esperto deve esprimere un giudizio sul piano funzionale all'apprezzamento del rischio insito nella previsione



**Il piano di risanamento** rappresenta il documento fondamentale per poter svolgere le analisi finalizzate ad identificare benefici e rischi che derivano dal processo di risanamento.



Rischi correlati all'attuazione del piano ed al suo possibile insuccesso con possibile conseguente default

# *Processo Valutativo nella prospettiva di «going concern»*

La base informativa e l'analisi fondamentale  
nelle aziende in crisi



ANALISI DELLA FATTIBILITA' DEL PIANO



**ANALISI PRELIMINARE DELLA SITUAZIONE DI CRISI  
DELLE SUE CAUSE, LIVELLO DI GRAVITA'  
E CONTESTO VALUTATIVO**

# Processo Valutativo nella prospettiva di «going concern»

La base informativa e l'analisi fondamentale  
nelle aziende in crisi

## CAUSE DELLA CRISI

### DI ORIGINE ESTERA

- Sistema economico
- Particolari settori dell'economia
- Di tipo strutturale o congiunturale

### DI ORIGINE INTERNA

- Incapacità di mantenere costi competitivi
- Modello di *business* superato
- Carenze sul *fronte marketing*
- Inefficienza nei processi produttivi
- Inadeguatezza dell'assetto organizzativo, della programmazione e controllo di gestione
- Carenza di professionalità adeguate
- Incapacità di gestire il cambiamento attraverso l'innovazione
- Errata valutazione nelle decisioni di *make or buy*

# *Processo Valutativo nella prospettiva di «going concern»*

La base informativa e l'analisi fondamentale  
nelle aziende in crisi

## LIVELLO DI GRAVITA' DELLA CRISI

### Profilo finanziario

Confronto tra Enterprise Value  
(valore dell'attivo) e Valore  
nominale del debito finanziario

*Moneyness dell'equity*

*EQUITY AT THE MONEY*  
*EQUITY OUT OF THE MONEY*

### Profilo operativo

Confronto tra redditività del capitale investito  
espresso a costi di rimpiazzo con il costo del  
capitale

Almeno pari al costo del capitale per conservare il  
capitale investito !

# *Processo Valutativo nella prospettiva di «going concern»*

La base informativa e l'analisi fondamentale  
nelle aziende in crisi

## CONTESTO VALUTATIVO

AZIENDA IN TENSIONE  
FINANZIARIA



Situazione di  
temporaneo  
squilibrio finanziario

AZIENDA IN  
DISEQUILIBRIO  
ECONOMICO E IN CRISI  
REVERSIBILE



Processo di turnaround

AZIENDA IN  
DISEQUILIBRIO  
ECONOMICO E IN CRISI  
IRREVERSIBILE



Liquidazione parziale o totale

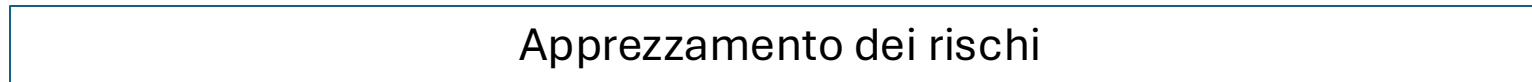
# *Processo Valutativo nella prospettiva di «going concern»*

Apprezzamento dei fattori di rischio  
I RISCHI COLLEGATI ALL'ATTUAZIONE DEL PIANO

RISCHIO SCENARIO

RISCHIO EXECUTION

PROBABILITA' DI  
INSUCCESSO DEL PIANO



Misurazione dei rischi del piano

# Processo Valutativo nella prospettiva di «going concern»

## Apprezzamento dei fattori di rischio I RISCHI COLLEGATI ALL'ATTUAZIONE DEL PIANO

SCENARIO MEDIO ATTESO

FLUSSI RIFERITI AI  
RISULTATI MEDI ATTESI

COSTO DEL CAPITALE

RISCHIO SCENARIO

SCENARIO PIU' PROBABILE

FLUSSI RIFERITI A  
SPECIFICO SCENARIO

COSTO CAPITALE +  
PREMIO PER IL RISCHIO  
DI SCENARIO

I flussi prospettici  
sono condizionali o  
meno dal verificarsi  
di uno specifico  
scenario

# *Processo Valutativo nella prospettiva di «going concern»*

## Apprezzamento dei fattori di rischio I RISCHI COLLEGATI ALL'ATTUAZIONE DEL PIANO

### RISCHIO EXECUTION

Rischio correlato  
alle assunzioni del  
piano e alla  
raggiungibilità dei  
risultati attesi

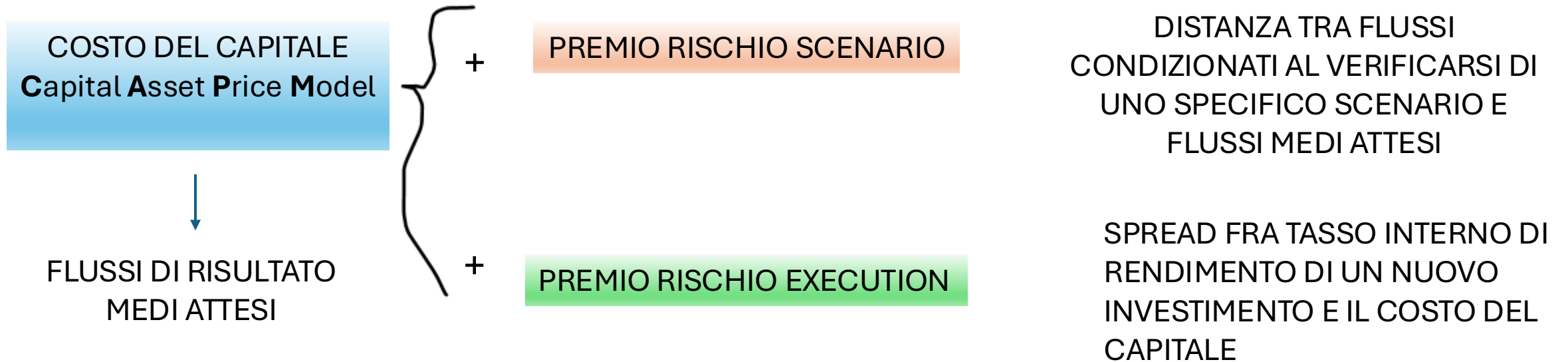
PREMIO AGGIUNTIVO  
PARI ALLA DIFFERENZA  
TRA TASSO DI  
RENDIMENTO INTERNO  
DEL NUOVO  
INVESTIMENTO E  
COSTO DEL CAPITALE

# Processo Valutativo nella prospettiva di «going concern»

## I RISCHI COLLEGATI ALL'ATTUAZIONE DEL PIANO

Metodica  
Income  
Approach

### PREMI PER IL RISCHIO SCENARIO E PER IL RISCHIO DI EXECUTION NEL TASSO DI SCONTO DEI FLUSSI DI PIANO



# Processo Valutativo nella prospettiva di «going concern»

## Apprezzamento dei fattori di rischio I RISCHI COLLEGATI ALL'ATTUAZIONE DEL PIANO

RISCHIO DI INSUCCESSO  
DEL PIANO

CONFIGURAZIONE  
DI VALORE DI  
MERCATO

PROSPETTIVA MISTA DI  
GOING CONCERN E DI  
GONE CONCERN

TASSO DI SCONTO  
CHE CONSIDERA  
SPECIFICAMENTE IL  
RISCHIO

STIMA DELLA  
PROBABILITA' DI  
INSUCCESSO DEL  
PIANO

VALORE DI MERCATO  
RICAIVATO DALLA MEDIA  
PONDERATA DELLE  
RISPETTIVE PROBABILITA'  
ATTRIBUIBILI AL VALORE  
DELL'AZIENDA  
RISULTANTE DAL PIANO  
DI RIORGANIZZAZIONE E  
DAL VALORE DI  
LIQUIDAZIONE

Es. *Default spread* determinato  
sulla base della correlazione fra  
modello Z Score di Altman e classi  
di rating di Standard & Poors

# Processo Valutativo nella prospettiva di «going concern»

## I RISCHI COLLEGATI ALL'ATTUAZIONE DEL PIANO

ELABORAZIONE DEI DIVERSI  
SCENARI A CUI ATTRIBUIRE LA  
RELATIVA PROBABILITA' DI  
ACCADIMENTO

RISCHIO DI **INSUCCESSO** NELLA  
DEFINIZIONE DEI FLUSSI AZIENDALI

Metodica  
Income  
Approach

1° SCENARIO

INCAPACITA' DI RISTRUTTURAZIONE  
LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE  
VALUTAZIONE A PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO

2° SCENARIO

CONTINUITA' AZIENDALE  
ATTUALIZZAZIONE DEI FLUSSI DI  
RISULTATI ATTESI

Pf

Probabilità di accadimento

1-Pf

VALORE D'AZIENDA

# Processo Valutativo nella prospettiva di «going concern»

## I RISCHI COLLEGATI ALL'ATTUAZIONE DEL PIANO NELLA DEFINIZIONE DEI FLUSSI AZIENDALI

Metodica  
Income  
Approach

ELABORAZIONE DEI DIVERSI  
SCENARI A CUI ATTRIBUIRE LA  
RELATIVA PROBABILITA' DI  
ACCADIMENTO

1° SCENARIO

INCAPACITA' DI RISTRUTTURAZIONE  
LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE

VALUTAZIONE A PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO

Pf probabilità di accadimento

=

Altman Z-Score



Classi di rating



PROBABILITA' DI DEFAULT

S&P Global Rating  
Moody's

# Discounted Cash Flow

- Coerenza fra flussi di cassa e tasso di attualizzazione
- Definizione dei **flussi di cassa**
- Definizione del **tasso di attualizzazione**
- Definizione del **Terminal Value**

Approccio

**Asset Side**    WACC

**Equity Side**    Costo del Capitale proprio

# Discounted Cash Flow

## Definizione dei **flussi di cassa**

Stima puntuale dei flussi monetari annuali

Stima sintetica flussi all'anno  $n$ -esimo



**Terminal Value**



Nella pratica ha un peso del 70%-80% e nelle aziende in crisi può superare il 100% quando i flussi espliciti di piano sono negativi o esigui

# Discounted Cash Flow

## Definizione del **tasso di attualizzazione**

### **Costo del capitale di debito**

- Indebitamento a bilancio
- Intervento dei finanziatori con rischio default

Azienda in crisi : costo del capitale proprio per la posizione dei creditori finanziari assimilabile a coloro che hanno investito in strumenti rappresentanti il capitale di rischio

Definizione del **costo del capitale proprio** con aggiunta di correttivi (CAPM)

- premio di execution (mancato raggiungimento degli obiettivi)
- premio di small size (minore liquidità)
- mortality rate premium (parallelismo tra azienda in crisi e start-up)

↓  
STRUTTURA FINANZIARIA DELL'IMPRESA

↓  
WACC  
COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE  
Con probabilità di default, di sopravvivenza e spread sul costo del capitale di debito

# Processo valutativo nella prospettiva della liquidazione

Liquidazione ordinaria = valore di smobilizzo < valore di mercato

Liquidazione accelerata < valore di smobilizzo

Liquidazione forzata: in funzione della struttura dell'asta e del prezzo di riserva

## STATO DI NECESSITA'

Interruzione dell'uso originario,  
chiusura del ciclo produttivo,  
reperire liquidità

## ASIMMETRIA INFORMATIVA

Vendita realizzata **senza**

- un'adeguata pubblicità
- un'adeguata due diligence
- garanzie

# Liquidazione giudiziale

Stimare il possibile valore di realizzo di tutti i beni e diritti liquidabili nel caso di apertura della liquidazione giudiziale, al netto delle spese di procedura (quelle che eccedono la procedura di concordato preventivo).

Valore di realizzo dell'azienda in una **prospettiva dinamica** di prosecuzione conservativa e transitoria

Art. 214  
C.C.I.I.

Valore di realizzo dell'azienda in una **prospettiva statica** qualora non sia praticabile l'esercizio provvisorio

Valore di realizzo dei singoli beni

# Linee guida e bibliografia

- Organismo Italiano di Valutazione, *La valutazione delle aziende in crisi, Discussion paper n. 1/25*

[https://www.fondazioneoiv.it/wp-content/uploads/2025/01/Discussion-Paper-OIV-n\\_1\\_25-La-valutazione-delle-aziende-in-crisi.pdf](https://www.fondazioneoiv.it/wp-content/uploads/2025/01/Discussion-Paper-OIV-n_1_25-La-valutazione-delle-aziende-in-crisi.pdf)

- C.N.D.C.E.C., *Valutazione Aziende in crisi: criticità e spunti di riflessione*, Agosto 2025

<https://commercialisti.it/documenti-studio/valutazione-aziende-in-crisi-criticita-e-spunti-di-riflessione/>

- Mauro Bini, *La Valutazione d'azienda ai fini di una liquidazione forzata in asta - Principi e formula generale di valutazione delle imprese a rischio di non sopravvivenza*. La Valutazione delle Aziende, Luglio 2020, Volume 3, OIV: [https://www.fondazioneoiv.it/wp-content/uploads/2020/09/La-Valutazione-Aziende\\_Volume-3\\_Luglio-2020.pdf](https://www.fondazioneoiv.it/wp-content/uploads/2020/09/La-Valutazione-Aziende_Volume-3_Luglio-2020.pdf)
- Gian Paolo Macagno, *La distribuzione di valore tra regole di priorità assoluta e relativa. Il plusvalore da continuità*, Diritto della Crisi, 6 Aprile 2022.



Grazie per l'attenzione!

...da Verona

[giorgia.gallo@studiodottgallo.com](mailto:giorgia.gallo@studiodottgallo.com)



Giorgia Gallo  
Dottore Commercialista Revisore Legale  
Iscritta all'Albo CTU e dei Periti del Tribunale di Verona  
Iscritta all'Elenco Gestori della Crisi D'Impresa Ministero della Giustizia