

Ipasaggi chiave per valutazioni in fase di liquidazione giudiziale con esercizio provvisorio

Imprese in crisi, mix di metodi

Il valore da stimare ha natura ibrida: è legato alla cessione

Pagina a cura

DI RAFFAELE MARCELLO

Nel panorama rinnovato delle crisi d'impresa, la valutazione dell'azienda può essere richiesta in contesti molto diversi: dalla procedura nell'ambito di una liquidazione giudiziale, dall'imprenditore che valuta la continuità o la cessione della propria attività, oppure da terzi interessati all'acquisto. A seconda della fase e del soggetto che la promuove, la stima assolve funzioni differenti (informativa, strategica, negoziale) e deve quindi adattarsi al contesto in cui si inserisce.

Nel caso della liquidazione giudiziale, non si tratta più soltanto di stimare il valore residuo dei singoli asset, ma di comprendere se e in che misura l'impresa, anche in stato di crisi, conservi un valore economico unitario e funzionale. In questo scenario, l'esercizio provvisorio dell'attività imprenditoriale, disciplinato dagli artt. 211 e seguenti del Codice della crisi, emerge come uno strumento essenziale non solo per evitare una dispersione del valore, ma per costruire un'alternativa concreta alla liquidazione atomistica. E, nella scelta del metodo di valutazione dell'azienda, può essere più efficace e vincente un "mix" tra diversi approcci.

L'esercizio provvisorio serve a valorizzare l'impresa. L'esercizio provvisorio non è più un rimedio transitorio, bensì una leva di valorizzazione, finalizzata alla cessione in blocco dell'azienda o alla sua gestione per un periodo limitato, in vista del miglior soddisfacimento dei creditori. Il suo impiego presuppone, però, una valutazione attenta e documentata: il valore dell'impresa in esercizio, pur temporaneo, deve essere verificato alla luce delle concrete possibilità di funzionamento, del mantenimento dei fattori produttivi e dell'interesse di potenziali acquirenti. In questa prospettiva, la valutazione si trasforma in uno strumento strategico per guidare le scelte operative della procedura.

La logica dell'esercizio provvisorio. L'esercizio provvisorio, autorizzato dal tribunale o disposto dal giudice delegato su proposta del curatore, ha lo scopo dichiarato di preservare l'unitarietà funzionale dell'impresa e massimizzarne il valore di mercato, anche in funzione di una futura cessione unitaria. Esso si attiva in presenza di condizioni favorevoli sotto il profilo economico e gestionale, purché non arrechi pregiudizio ai creditori. In questa prospettiva, è determinante la disponibilità dei fattori produttivi, la permanenza delle autorizzazioni amministrative e la tenuta del

I metodi a confronto				
Metodo	Descrizione sintetica	Quando si usa	Punti di forza	Criticità
Patrimoniale rettificato	Valore netto degli attivi al fair value meno debiti	Base prudenziale e contesti con scarsa redditività prospettica	Chiarezza e semplicità	Non riflette valore operativo né sinergie
Multipli di mercato	Applicazione di multipli di settore (EV/Ebitda, EV/Sales ecc.)	Presenza di comparabili e mercato attivo	Rapido confronto con transazioni simili	Volatilità e difficoltà di comparabilità
Dcf modificato	Discounted cash flow su un orizzonte temporale breve e realista	In presenza di dati storici e residua operatività	Integra dinamica aziendale e rischio	Elevata sensibilità alle ipotesi
Fair value di cessione	Valutazione basata su potenziale prezzo offerto da un terzo razionale	Quando vi sono manifestazioni d'interesse per l'azienda	Riflette interesse reale del mercato	Dipende da trattative concrete e credibili

capitale umano, soprattutto delle risorse chiave.

L'approccio valutativo ne risulta profondamente influenzato. È indispensabile superare il concetto tradizionale di liquidazione come smembramento. L'azienda può conservare un valore sensibilmente maggiore se permane la possibilità di un going concern (ossia continuità aziendale), sia diretto che indiretto, attraverso l'affitto o la cessione dell'azienda in attività.

È proprio questo il cambio di passo richiesto: la capacità di cogliere il potenziale economico dell'azienda in funzione del suo stato di funzionamento, anche se solo temporaneo.

Le incognite operative. Non sempre l'esercizio provvisorio è realizzabile: la perdita delle figure chiave (manager, tecnici), l'incapacità di mantenere autorizzazioni amministrative o la cessazione dei rapporti con i clienti rendono la prosecuzione inutile o addirittura dannosa. Valutare un'azienda non in continuità, anche solo temporaneamente, comporta il ricorso al criterio del valore di liquidazione, inteso come somma dei valori delle singole componenti aziendali.

Ne consegue che ogni stima effettuata durante l'esercizio provvisorio deve necessariamente essere preceduta da una verifica circa la presenza delle condizioni minime per il mantenimento dell'attività.

Uno degli ostacoli più rilevanti alla prosecuzione provvisoria dell'impresa è rappresentato dalla difficoltà nel preservare i

fattori produttivi, con particolare riferimento al capitale umano. Dopo l'apertura della liquidazione giudiziale, trattenere le risorse qualificate diventa complesso, soprattutto in presenza di alternative lavorative più stabili. Anche il contesto competitivo incide: nei settori maturi, l'elevata concorrenza e la facilità di sostituire imprese prive di marchio forte rendono meno efficace la continuità temporanea. A ciò si aggiungono criticità operative legate a licenze, autorizzazioni e reputazione: in certi ambiti, la sola condizione di crisi può compromettere relazioni commerciali e fiducia del mercato.

Valore tra liquidazione e continuità. Il valore da stimare in questa circostanza ha natura ibrida: trattandosi di un valore "in funzione della cessione", riferito a un'impresa operativa solo temporaneamente e sotto il controllo del curatore. Non vi è, in senso stretto, un piano industriale da valutare, né un imprenditore che esprima una propria strategia: il valore è funzione delle condizioni di mercato, dell'interesse di potenziali acquirenti e delle performance attese durante l'esercizio provvisorio.

La valutazione dell'azienda deve quindi integrare elementi tipici del valore di continuità (relazioni commerciali attive, contratti in corso, capitale umano presente) con quelli della prospettiva liquidatoria (limitazioni agli investimenti, rischio di dispersione del know-how, scadenze procedurali), generando

un "valore intermedio" che si colloca tra la stima in going concern e il valore di smobilizzo puro. Anche il nuovo art. 87 co. 1 lett. c), così come riformato dal dlgs 13 settembre 2024, n. 136 definisce il valore di liquidazione anche come "eventuale maggior valore economico realizzabile [...] dalla cessione dell'azienda in esercizio".

Finora, la nozione di valore di liquidazione, che rappresenta l'elemento essenziale per consentire la comparazione della proposta formulata dall'impresa debitrice con l'alternativa della liquidazione giudiziale, era spesso ricondotta a un'accezione statica: la semplice somma ottenibile dalla vendita atomistica dei beni.

Tuttavia, la nuova formulazione normativa riconosce espressamente che tale valore può includere un quid pluris legato alla possibilità di cessione dell'azienda "in esercizio", se ciò comporta un miglior realizzo per i creditori. Si tratta di una svolta culturale e metodologica che modifica, in concreto, il modo in cui professionisti e tribunali devono affrontare la stima dell'impresa in crisi.

La nuova definizione impone, pertanto, un approccio ad hoc, adattato al caso specifico e alla reale possibilità di continuare a operare con i fattori produttivi chiave.

Il valore dell'azienda non coincide più semplicemente con la somma dei singoli attivi, ma può comprendere anche il valore complessivo derivante dal mantenimento temporaneo

dell'attività. Il legislatore riconosce così che, in certe condizioni, l'esercizio provvisorio può preservare, o addirittura accrescere, la capacità dell'azienda di generare valore.

I criteri valutativi. Nel contesto della liquidazione giudiziale con esercizio provvisorio, la scelta del metodo di valutazione dell'azienda non è neutra: difatti può influenzare significativamente le decisioni del giudice delegato e dei creditori sull'opportunità di proseguire temporaneamente l'attività.

La comparazione tra metodi valutativi consente di comprendere le diverse prospettive attraverso cui stimare il valore dell'impresa in crisi, tenendo conto non solo del patrimonio disponibile, ma anche della capacità residua di generare valore. Questo confronto è utile anche per documentare in modo trasparente le scelte operate dal curatore, rendendo più efficace e motivata la gestione della procedura concorsuale.

La prassi mostra come, in questi casi, sia opportuno combinare più approcci, in funzione della natura dell'azienda, del settore in cui opera, del tempo previsto per la dismissione e della presenza o meno di offerte concrete.

Nel concreto si ricorre al:

- **Metodo patrimoniale rettificato**, basato sul valore netto degli attivi al fair value, al netto dei debiti. È un approccio prudenziale, utile in contesti a bassa redditività prospettica. Chiaro e semplice, ma non coglie il valore operativo dell'azienda né eventuali sinergie.

- **Metodo dei multipli di mercato**, che applica coefficienti (es. EV/Ebitda) tratti da operazioni comparabili effettuate sul mercato, riferite a imprese simili per settore, dimensione e modello di business. Valido se esiste un mercato attivo. Offre confronti rapidi, ma è influenzato da volatilità e difficoltà di comparabilità.

- **Dcf modificato** che stima i flussi di cassa attesi su un orizzonte temporale breve, compatibile con la durata dell'esercizio provvisorio, attualizzati a un tasso di sconto che tenga conto del rischio specifico dell'impresa e del contesto. Integra la dinamica aziendale e i rischi specifici. È dettagliato ma sensibile alle ipotesi.

- **Fair value di cessione**, che si basa sul prezzo che un acquirente terzo, razionale e informato, sarebbe disposto a pagare per l'intera azienda in esercizio, anche in assenza di un'attività continuativa di lungo periodo. Riflette il valore reale di mercato. Tuttavia, dipende fortemente dall'effettiva esistenza di soggetti interessati e dalla credibilità delle condizioni negoziali.