Corporate evaluation in uncertain times

Prof. Alberto Tron

Ordinario di Finanza Aziendale – Universitas Mercatorum

Incaricato di Finanza Aziendale nell'Università Bocconi di Milano e nell'Università di Torino

A.P.R.I.®
Associazione Professionisti Risanamento Imprese

CONVEGNO NAZIONALE APRI

20 – 21 NOVEMBRE 2025

AGENDA

1. Una nuova era per i mercati finanziari
2. Outlook degli indicatori economici internazionali
3. Le valutazioni aziendali in un periodo di *economic uncertanty*
4. Valutazione delle aziende in crisi e codice della crisi: complessità e criticità

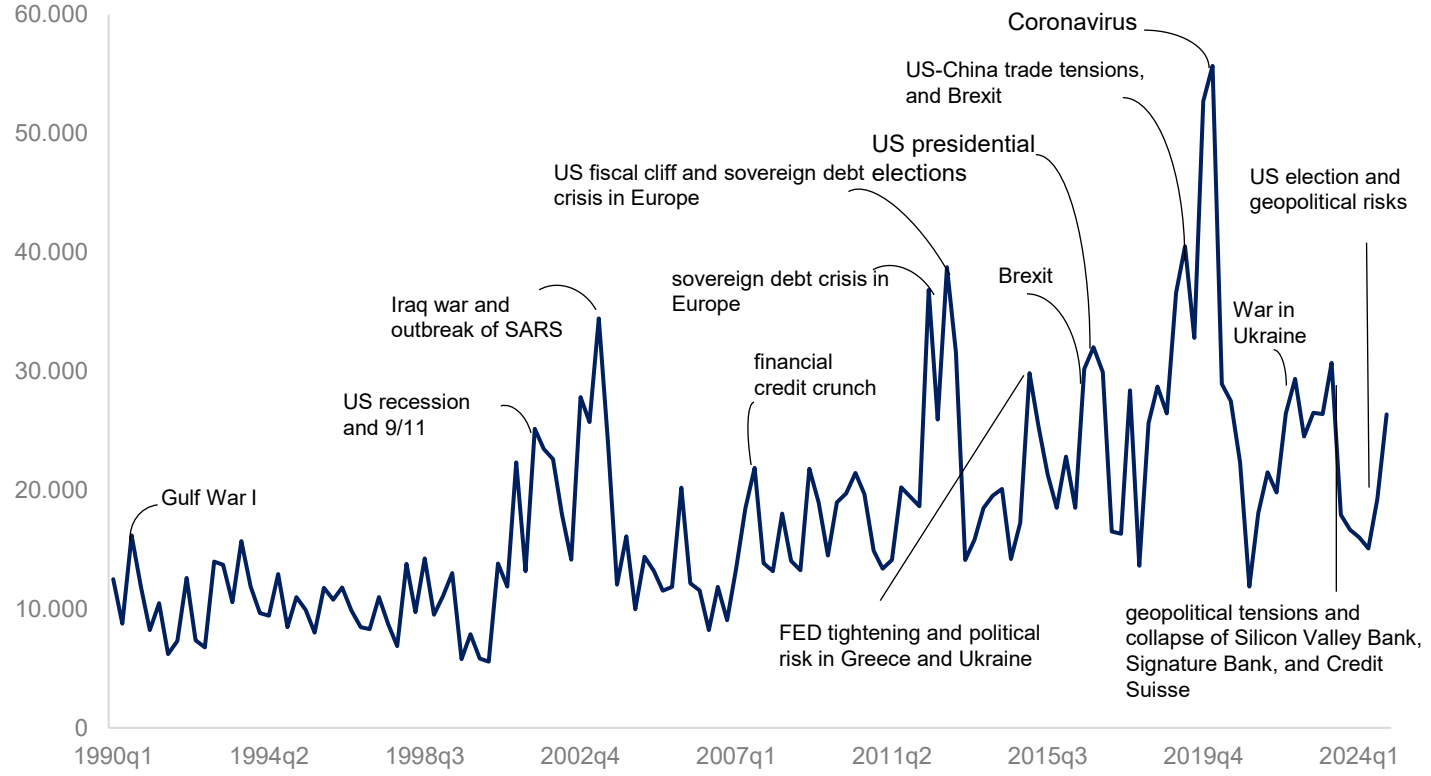
AGENDA

1. **Una nuova era per i mercati finanziari**
2. Outlook degli indicatori economici internazionali
3. Le valutazioni aziendali in un periodo di *economic uncertanty*
4. Valutazione delle aziende in crisi e codice della crisi: complessità e criticità

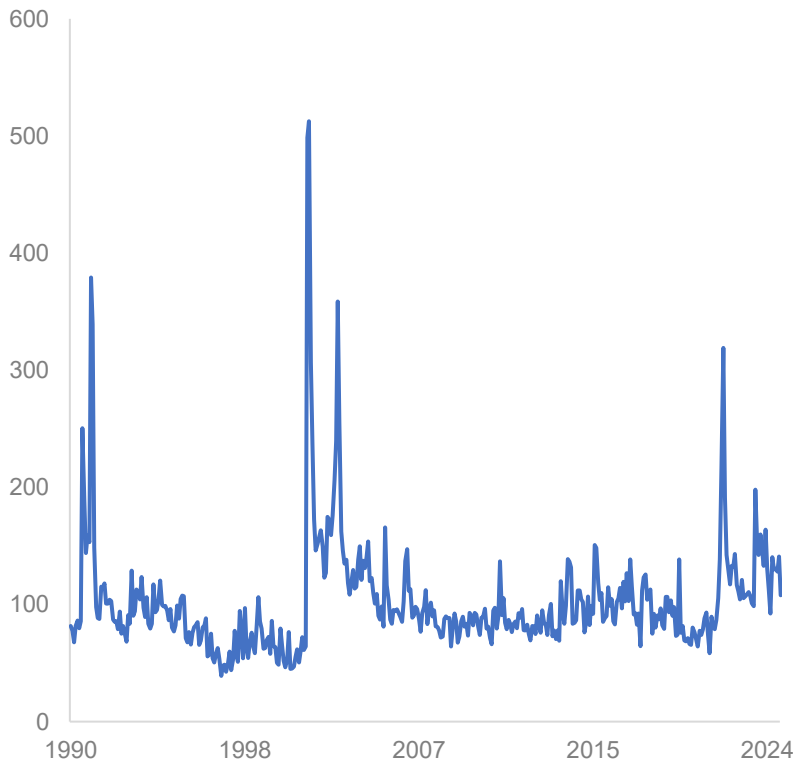
1 I UNA NUOVA ERA PER I MERCATI FINANZIARI

Financial markets are navigating an era of unprecedented economic and policy uncertainty, fueled by rising geopolitical risks and global instability.

World Uncertainty Index (WUI)[1]



Geopolitical Risk Index (GPR)[2]

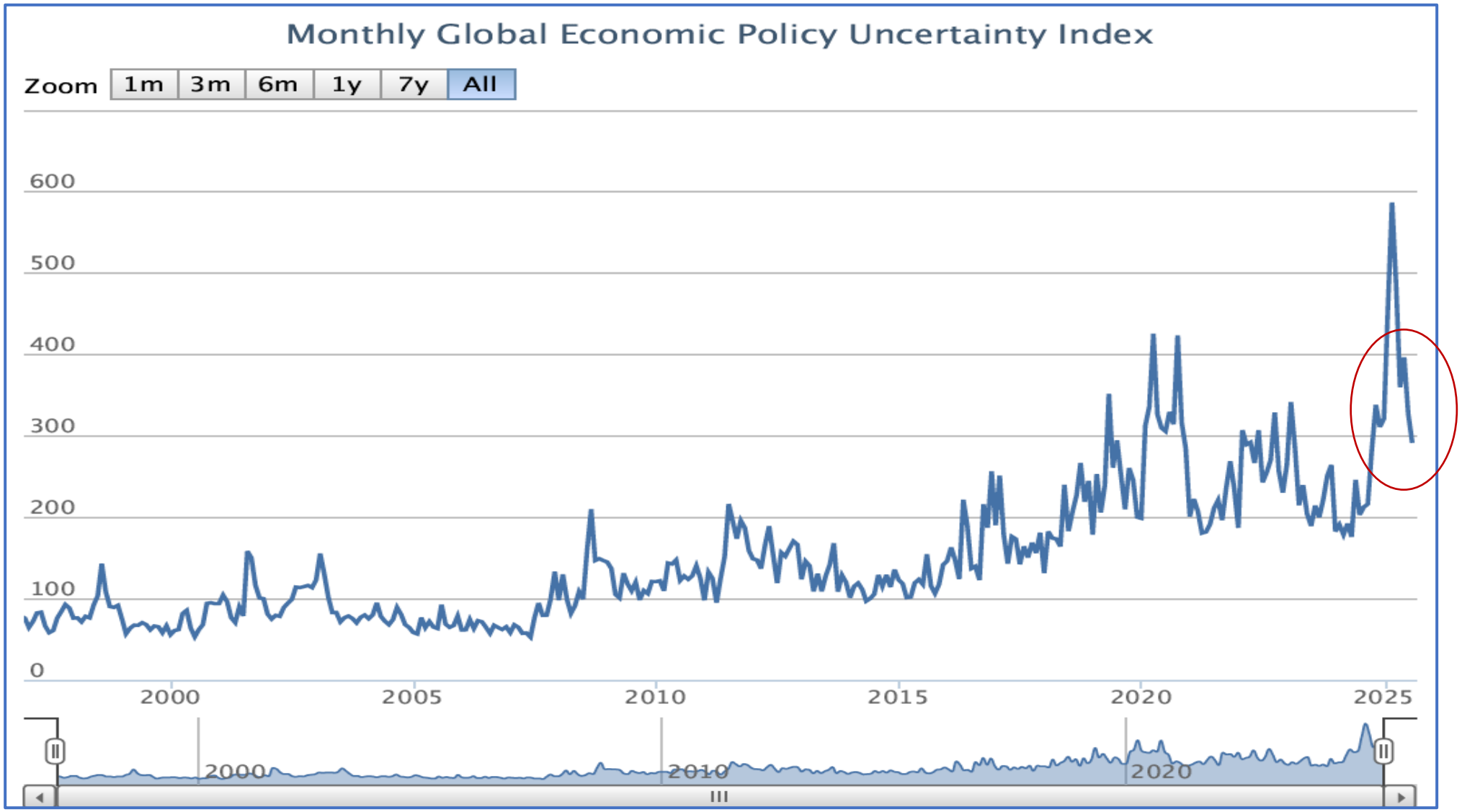


Notes: (1) Based on the percentage of the world "uncertainty" and its variants in the quarterly Economist Intelligence Unit (EIU) country reports; (2) Based on automated text-search results from selected newspaper articles covering geopolitical tensions.
Sources: IMF, October 2024; FED, February 2025.

1 | UNA NUOVA ERA PER I MERCATI FINANZIARI

Aggiornamento Novembre 2025

L'indice del Monthly Global Economic Policy Uncertanty Index nonostante sia migliorato ha segnato recente-mente valori elevati rispetto ai valori pre-2020



1 | UNA NUOVA ERA PER I MERCATI FINANZIARI

Andamento dell'economia mondiale nel periodo settembre 2024 – agosto 2025

AGENDA

1. A new era for financial markets
2. **Outlook degli indicatori economici internazionali**
3. Le valutazioni aziendali in un periodo di *economic uncertanty*
4. Valutazione delle aziende in crisi e codice della crisi: complessità e criticità

2 | OUTLOOK DEGLI INDICATORI ECONOMICI INTERNAZIONALI

Outline:

Scenari complessi e difficoltà di effettuare stime in un periodo di **valuation uncertainty**

What is
What is not
What it might be

E' estremamente importante l'informazione **finanziaria prospettica** di un **business plan** per comprendere appieno le analisi sottostanti (e condividerle).

In questo senso sono molto importanti le **sensitivity analysis** o le **analisi multiscenario (simulazioni Montecarlo)**

2 | OUTLOOK DEGLI INDICATORI ECONOMICI INTERNAZIONALI

Le previsioni macroeconomiche e di settore evolvono rapidamente e sono limitate ad un orizzonte per lo più breve (12-24 mesi).

What it might be

Gli effetti di riassorbimento della crisi per la maggior parte delle imprese si estende su periodi più lunghi.

Tuttavia in linea generale, pur restando fermo il principio del maggior peso che deve essere attribuito all'informazione esterna, si consiglia di verificare anche la ragionevolezza dell'informazione prospettica sulla base di un'analisi fondamentale strutturata in **tre step**:

- **analisi dell'esposizione alla crisi** (effetti stimati nei **prossimi 12/24 mesi**)
- **analisi della vulnerabilità alla crisi** (verifica della capacità di tenuta dell'equilibrio economico e finanziario dell'impresa nei successivi tre anni: **24-60 mesi**);
- **analisi della resilienza** (effetti di medio/lungo termine – **oltre i 60 mesi**).

2 | OUTLOOK DEGLI INDICATORI ECONOMICI INTERNAZIONALI

What it might be

L'analisi fondamentale deve essere in grado di rappresentare tre diversi situazioni d'impresa:

a. ***l'impresa «as is»***, che rappresenta in termini di performance, la situazione corrente dell'impresa a seguito della crisi; l'esposizione dell'impresa alla crisi dipende dal settore di appartenenza, del posizionamento competitivo, della struttura dei costi e del leverage

b. ***l'impresa inerziale***: riflette la situazione attesa dell'impresa in termini di performance in assenza di azioni correttive e/o di rimedi e quindi esprime la vulnerabilità dell'impresa all'acuirsi della crisi o all'estendersi dei tempi di manifestazione della crisi; essa è principalmente funzione dell'evoluzione della crisi (andamento del PIL a V a W a U a L)

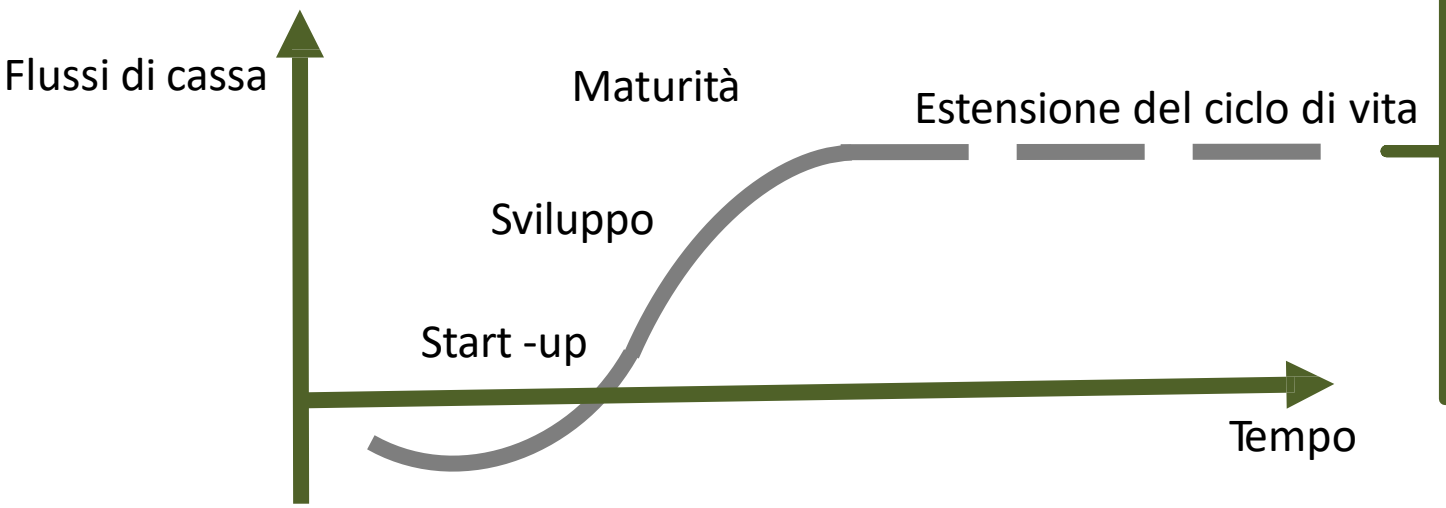
c. ***l'impresa "to be"*** che rappresenta la situazione futura dell'impresa a seguito delle azioni correttive e/o di rimedi. La resilienza è funzione dell'evoluzione attesa dello scenario competitivo e delle condizioni necessarie affinché l'impresa possa mantenere il proprio vantaggio competitivo in termini di investimenti

AGENDA

1. A new era for financial markets
2. Outlook degli indicatori economici internazionali
3. **Le valutazioni aziendali in un periodo di *economic uncertanty***
4. Valutazione delle aziende in crisi e codice della crisi: complessità e criticità

3 | LE VALUTAZIONI AZIENDALI IN UN PERIODO DI ECONOMIC UNCERTANTY

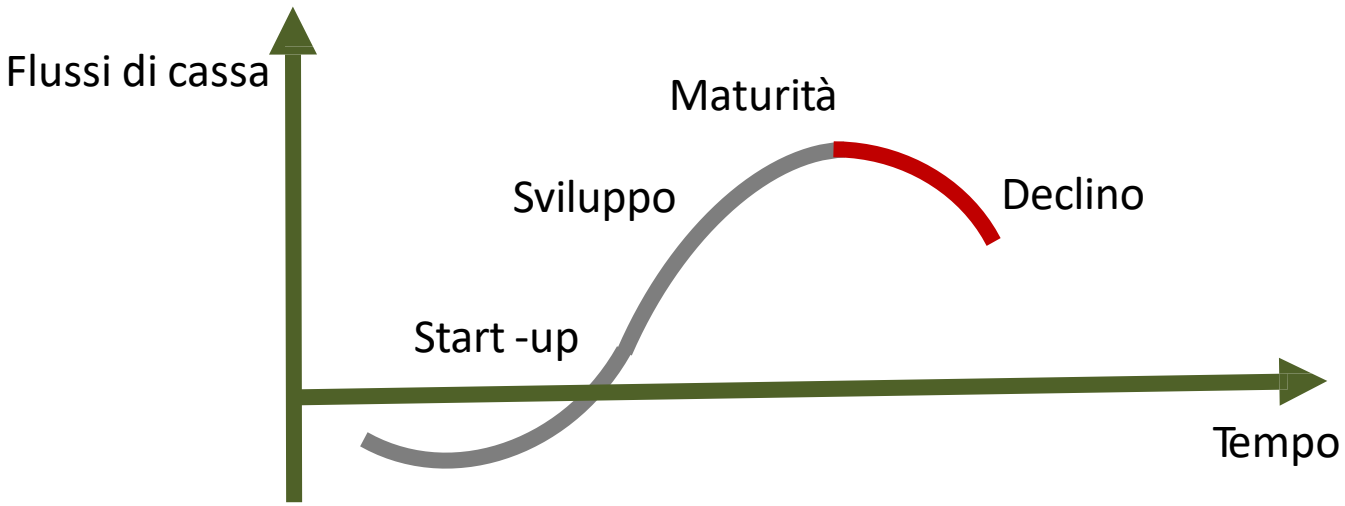
Valutazione tradizionale



Ipotesi implicite:

- Sostenibilità del Business model;
- Vita indefinita delle aziende
- Rapporto di indebitamento reale e «target"
- Investimenti e flussi di cassa normalizzati oltre il periodo di previsione esplicita
- Costo del capitale remunera il solo rischio sistematico

Ciclo di vita dell'impresa: c'è anche il declino



Ipotesi implicite:

- Sostenibilità
- Rapporti
- Investimenti e flussi di cassa normalizzati oltre il periodo di previsione esplicita
- Costo del capitale senza rischio sistematico

IMPATTI SULL'APPROCCIO VALUTATIVO

Durante periodi di incertezza economica e nelle aziende in crisi (che devono percorrere l'impervia strada della ristrutturazione e/o risanamento aziendale) i metodi di valutazione che dovrebbero essere utilizzati sono il *Discounted Cash Flow* (DCF) e i multipli di mercato che, però, nelle fattispecie citate, subiscono significative modifiche:

- Le previsioni di flusso di cassa devono essere adattate a scenari multipli e a ipotesi di crescita variabili (*best case*, *worst case*, scenario più probabile).
- È fondamentale la ***sensitivity analysis*** per valutare come cambiamenti nelle assunzioni impattino il risultato finale.
- I ***tassi di sconto*** vengono spesso aumentati per riflettere il maggior rischio percepito nei mercati e tra gli investitori

ANALISI DI SENSITIVITÀ

Consente di valutare come varia il valore aziendale al cambiare di variabili chiave (fatturato, margini, investimenti).

- Si identificano le variabili più sensibili e si controlla l'effetto sulle stime di cash flow.
- In contesti molto incerti, questa analisi aiuta a capire l'impatto dei diversi rischi operativi e finanziari.

SIMULAZIONE MONTE CARLO

Utilizza variabili aleatorie per generare molteplici esiti possibili e ricavare una distribuzione probabilistica del valore d'impresa.

- È utile quando le variabili di input (ricavi, costi, tassi di crescita) sono soggette ad ampia variabilità.
- Si ottiene così un valore atteso del flusso di cassa che tiene conto dell'incertezza e dei possibili shock esterni.

AGENDA

1. Una nuova era per i mercati finanziari
2. Outlook degli indicatori economici internazionali
3. Le valutazioni aziendali in un periodo di *economic uncertanty*
4. **Valutazione delle aziende in crisi e codice della crisi: complessità e criticità**

4 | VALUTAZIONI DELLE AZIENDE IN CRISI E CCII: COMPLESSITA' E CRITICITA'

Art. 120-quater CCII…..

- Il termine "**valore effettivo**" pare inappropriato quando riferito ad una società chiamata a compiere un *turnaround*, atteso che il valore di un'azienda che non può continuare a vivere come essa è e che necessita di una riorganizzazione operativa ed una ristrutturazione finanziaria, non può che essere un **valore potenziale** e non certo un valore in atto, come invece il termine effettivo lascerebbe intendere
- il riferimento al «**valore d'uso**» pare inappropriato perché: il valore d'uso ai sensi dei principi contabili è una *configurazione di valore riferita all'azienda nelle sue condizioni correnti* e la cui stima deve quindi escludere "*i flussi finanziari futuri stimati in entrata ed in uscita che debbano derivare da (…) il miglioramento o l'ottimizzazione del rendimento dell'attività, mentre il piano di ristrutturazione deve necessariamente mirare al miglioramento o all'ottimizzazione del rendimento dell'azienda*»

4 | VALUTAZIONI DELLE AZIENDE IN CRISI E CCII: COMPLESSITA' E CRITICITA'

Art. 120-quater CCII…..

….. purtroppo la terminologia inappropriata è stata adottata in sede di Correttivo, momento che effettivamente poteva essere utilizzato per fare chiarezza tecnica anziché confusione……

4 | VALUTAZIONI DELLE AZIENDE IN CRISI E CCII: COMPLESSITA' E CRITICITA'

La difficile determinazione del valore di liquidazione forzata……

La configurazione del valore di mercato (IVS 104 Bases of Value e PIV 1.6.3)

La configurazione del valore di smobilizzo

Sconto per vendita forzata. Esito di una indagine empirica (2013-2018)

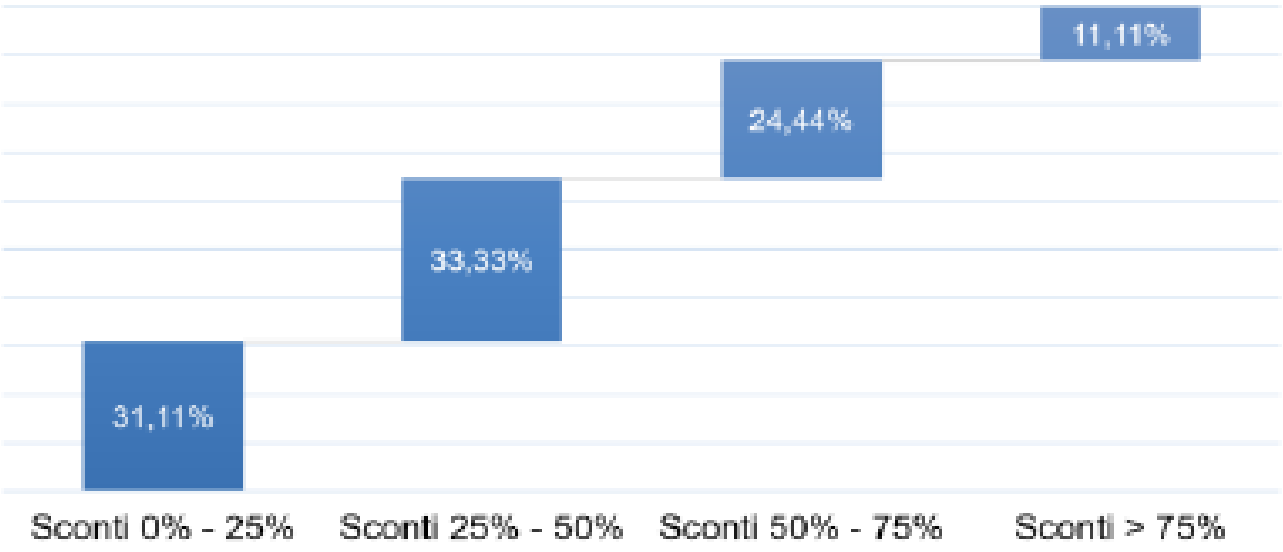
- Sconto medio: 41,77%
- Sconto mediano: 40,14%

Risultati generali dell'indagine sullo "sconto per vendita forzata" (2)

SCONTO MEDIO, MEDIANO, MINIMO E MASSIMO DEL CAMPIONE

Sconto medio	Sconto mediano	Dev. St.	Min	Max
41,77%	40,14%	22,56%	0,39%	89,93%

Distribuzione cumulata delle frequenze per classi di sconti



Implicazioni per gli esperti di valutazione

1. Non sempre i complessi aziendali sono aggiudicati a sconto, anzi non di rado il loro prezzo di aggiudicazione coincide con il valore di stima formulato dall'esperto incaricato dagli organi della procedura;
2. Quando i complessi aziendali vengono aggiudicati a sconto la misura di questo è estremamente variabile;
3. Lo sconto, nei casi in cui si rileva, assume valori diversi in funzione dei fattori riportati nella ricerca empirica:
   - **Natura complesso aziendale**
   - **Tipologia procedura concorsuale**
   - **Presenza/assenza contratto di affitto d'azienda**
   - **Valore economico del complesso aziendale negoziato**

GRAZIE

Alberto Tron