La valutazione delle imprese in crisi: primi risultati del Gruppo di Lavoro OIV

Mauro Bini

Disclaimer

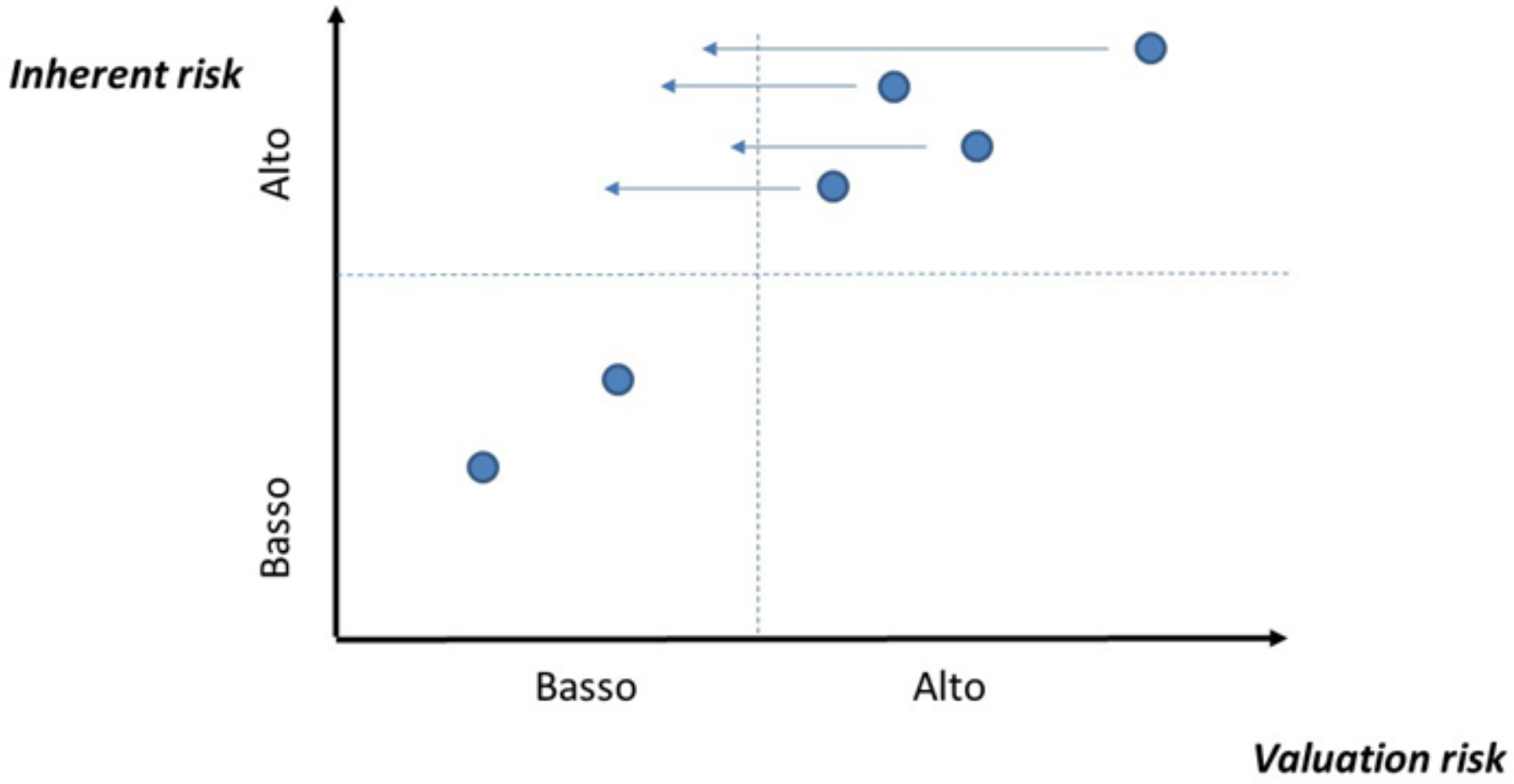
Il contenuto di questa presentazione si fonda su un *discussion paper* ancora provvisorio (in corso di formazione) di OIV sulla valutazione delle aziende in stato di crisi e riflette esclusivamente le mie opinioni personali relativamente al documento.

In nessun modo il contenuto di questa presentazione può essere riferito ad una posizione ufficiale di OIV

AGENDA

1. Caratteristiche delle aziende in crisi
2. Concetti chiave
3. Gli errori più frequenti e le relative soluzioni
4. Valutazioni e prezzi d'asta

Obiettivo del DP OIV



Le principali cause di distorsione delle stime

1. un'insufficiente **base informativa**;
2. l'**Informazione prospettica non affidabile**;
3. un **processo** valutativo **incompleto** (che trascura ad esempio alcuni addendi o minuendi della valutazione oppure alcuni scenari importanti);
4. un processo valutativo che non considera adeguatamente i **profili di rischio tipici dell'azienda (o delle attività riferite all'azienda) in crisi** (c.d. *inherent risk*);
5. un'**inadeguata prospettiva di riferimento** (inadeguata rappresentazione della prospettiva del partecipante al mercato o viceversa appiattimento della valutazione sul piano attestato);

6. l'applicazione di criteri di valutazione **senza adeguati aggiustamenti resi necessari dal contesto di crisi**;
7. i **condizionamenti all'esperto** (in relazione al soggetto che ha commissionato la valutazione, alla finalità della valutazione, ecc.);
8. i **condizionamenti di contesto** (ad esempio in relazione ai costi sociali della liquidazione forzata);
9. un'errata **configurazione di valore** di riferimento;
10. un'errata identificazione dell'**unità di valutazione** (singole attività, complessi di attività, portafogli di attività);

I fattori di rischio tipici delle aziende in crisi

1. **Rischio di crisi di liquidita'.** La maggior parte delle imprese in crisi deve essere stabilizzata e ciò può esporre a rischi di liquidità. Le imprese in crisi non possono che far ricorso a soluzioni di finanziamento asset-based non solo cash flow - based.
2. **Rischio di aggressione del patrimonio** da parte dei creditori (le soluzioni del CCI da un lato tutelano il patrimonio aziendale ma dall'altro dando pubblicità allo stato di crisi possono accelerare l'emergere dei costi indiretti di dissesto);
3. **Rischio di costi indiretti di dissesto** (legati alla perdita di: (i) risorse chiave; (ii) relazioni chiave; (iii) opportunità operative (partecipazione ai bandi di gara). Più le condizioni di rischio sono idiosincratiche, maggiore è il rischio;
4. **Rischi operativi ereditati dalla gestione precedente** che ha condotto alla crisi (legati a: (i) inadempienze di tipo operativo con conseguenti richieste risarcitorie da parte di terzi; (ii) taglio dei costi monetari, aventi natura di investimento (R&D, spese pubblicitarie e di marketing) e di investimenti veri e propri; (iii) perdita di reputazione dell'azienda, in termini di capacità di servire i clienti, di qualità del prodotto;

5. **Rischi gestionali tipici dell'azienda in stato di crisi** (riconducibili a: (i) assenza o inaffidabilità dei sistemi informativi aziendali; (ii) assenza di competenze manageriali, *overconfidence* e management *bias);*
6. **Rischi di *fast moving*.** Il tempo è una variabile rilevante nella gestione di tutte le situazioni di crisi perché il successo delle azioni di risanamento è funzione della velocità di diagnosi e di reazione allo stato di crisi. Tuttavia la rapidità di decisione comporta rischi connessi a decisioni errate, specie quando la soluzioen della crisi comporta una sostituzione del management (*replacement management*)*;*
7. **Rischi di volatilità** delle condizioni di mercato (le imprese in stato di crisi sono più fragili, nel senso che non dispongono di adeguati margini di sicurezza).

Dalla crisi alla liquidazione: cinque differenti situazioni

Processi di Turnaround

Impresa in ristrutturazione	Impresa in crisi	Impresa a rischio di perdita di continuità aziendale	Impresa insolvente	Impresa in liquidazione
Condizioni di crisi strutturale (redditività inferiore al costo del capitale). No rischio di insolvenza. Esigenza di cedere attività, di effettuare investimenti, di aumentare il capitale, di raccogliere nuovo debito	L'impresa non è in grado prospetticamente di far fronte alle sue obbligazioni. Tensioni con gli stakeholder ed esigenza di rinegoziare il debito. Importanza di un piano credibile	Accordi con i creditori anche nella forma di accordi negoziali stragiudiziali. Piano di ricapitalizzazione e di risanamento finanziario.	Impresa che fa ricorso alle procedure giudiziali	Liquidazione giudiziale delle attività e/o dell'azienda

I possibili oggetti di valutazione nelle cinque differenti situazioni

Processi di Turnaround

Impresa in ristrutturazione Business Transformation

- Cessione dell'azienda in funzionamento
- Liquidazione ordinata rami o attività;
- Impairment test;
- Valutazione per aucap;
- Liquidazione ordinata dell'azienda.

Impresa in crisi

Impresa a rischio di perdita di continuità aziendale

- Cessione dell'azienda in funzionamento
- Liquidazione accelerata rami o attività ;
- Impairment test;
- Passività potenziali;
- Valore di garanzia di attività;
- Valore di strumenti finanziari partecipativi ;
- Valore dell'attivo e dell'equity pre e post ristrutturazione del debito
- Valore dell'equity (pre e post money):
- Liquidazione forzata dell'azienda

Impresa insolvente

- Valore dell'attivo in funzionamento e in liquidazione;
- Liquidazione accelerata o forzata rami o attività;
- Valore dell'azienda sulla base del piano (*reorganization value*);
- Valore di strumenti finanziari partecipativi;
- Affitto di azienda

Impresa in liquidazione

- Liquidazione forzata dell'azienda;
- Liquidazione forzata di rami d'azienda o singole attività;
- Prezzi base d'asta;
- Prezzi di riserva.

Tipologia di valutazioni più frequenti relative ad imprese in stato di crisi

Le valutazioni normalmente riguardano:

Enterprise value	a)	l'attivo operativo dell'azienda in funzionamento (a prescindere dalla specifica struttura finanziaria che la caratterizza);
	b)	l'attivo operativo dell'azienda *post money*;
	c)	l'attivo operativo dell'azienda sulla base del piano di risanamento (*reorganization value*);
Equity value	d)	il patrimonio dell'azienda considerata in funzionamento;
	e)	il prezzo di emissione di nuove azioni con esclusione del diritto di opzione (a fronte di aucap per cassa o per conferimento di beni);
	f)	differenti tipologie di azioni o di altri strumenti finanziari partecipativi emessi dall'azienda;
Asset value	g)	singole componenti attive considerate per lo più disgiuntamente l'una dall'altra, in vista della loro cessione ordinata, accelerata o forzata o a fini di garanzia;
	h)	le passività potenziali o i contratti onerosi ai fini di una loro risoluzione transattiva;
	i)	Valutazioni a fini di impairment test.

I differenti scopi delle valutazioni in contesti di crisi

- **Cessione** (valore di mercato, di liquidazione ordinaria, di liquidazione accelerata o di liquidazione forzata)
- **Valutazioni di convenienza a continuare l'attività** (c.d. *reorganization value*), sotto condizioni ipotetiche;
- **Pianificazione**: all'esperto è richiesto di stimare il probabile prezzo di cessione a date future di singole attività o gruppi di attività;
- **Bilancio** (*impairment test*)
- **Aucap** (valore delle azioni ante aumento di capitale – *pre-money* – o viceversa)
- **Garanzia** (valore di garanzia di un'attività)
- **Dispute legali e contenziosi** (valore del danno risarcibile)
- **Riconciliazione fra valutazioni** di cui ai precedenti scopi

Configurazioni di valore di riferimento

A) Valori in uso (fondati sui flussi generati dall'uso dell'attività nella prospettiva dell'attuale proprietario/current owner)	**scenario prudente**	**valore in atto**	**valore potenziale**
Valore d'uso		X	
valore d'investimento e reorganizational value			X
Valore di garanzia (in funzionamento)	X		

B) Valori di scambio	**HBU**	**Periodo normale di commerciali z-zazione**	**volatilità prezzi**	**debolezza venditore**	**obbligo a vendere**
Valore di mercato	X	X			
Valore di smobilizzo (Liquidazione ordinata)		X		X	
Valore di smobilizzo (Liquidazione accelerata)				X	
Valore di smobilizzo (Liquidazione forzata)					X
Valore di garanzia (cessione)			X		

Le fonti di incertezza delle valutazioni in contesti di crisi

a) **Crisi = esigenza di cambiamento = discontinuità;**
b) Manifesta **debolezza contrattuale** dell'azienda in stato di crisi o insolvente;
c) Oggettiva **maggiore incertezza di scenario** che caratterizza i contesti di crisi;
d) Oggettiva necessità di **adottare un piano di discontinuità** rispetto al passato;
e) I **costi indiretti di dissesto** e più in generale tutte le fonti di rischio specifiche dell'azienda in stato di crisi o insolvente;
f) L'esigenza di dover stimare il valore di cessione di **attività prive di mercato**;
g) La presenza sul mercato di **abbondanza di beni sostituti**;
h) L'**assenza di adeguata concorrenza** fra i potenziali acquirenti

Metodiche di valutazione (*Market – Income – Cost Approach*)

Adottare:

- a) la metodica del mercato (*market approach*) equivale a sostenere che nessun operatore razionale riconoscerebbe ad una attività un valore significativamente diverso dal prezzo corrente di mercato di attività simili, **una volta considerata la manifesta debolezza contrattuale dell'azienda in stato di crisi o insolvente e l'eventuale abbondanza di beni sostituti offerti sul mercato;**

- b) la metodica dei risultati attesi (*income approach*) equivale a sostenere che nessun operatore razionale riconoscerebbe ad un'attività un valore significativamente diverso da quello recuperabile attraverso l'uso dell'attività stessa, **una volta considerata l'oggettiva maggiore incertezza di scenario ed i rischi specifici che caratterizzano i contesti di crisi;**

- c) la metodica del costo (*cost approach*) equivale a sostenere che nessun operatore razionale riconoscerebbe ad un'attività un valore significativamente diverso dal costo di sostituzione (o di rimpiazzo) dell'attività con un'altra in grado di garantire la medesima utilità, **una volta considerata l'abbondanza di beni sostituti sul mercato e quindi l'ampia reperibilità di tali beni a costi significativamente scontati.**

AGENDA

1. Caratteristiche delle aziende in crisi
2. Concetti chiave
3. Gli errori più frequenti e le relative soluzioni
4. Valutazioni e prezzi d'asta

La non linearità dei *pay-off* e la dispersione dei possibili scenari

- Mezzi propri e debito non hanno pay-off lineari. I *pay-off* sono condizionati a:
  - *Enterprise Value*
  - Volatilità dell' *Enterprise Value*
  - Sconto per la vendita forzata

- I valori attesi di *equity* e debito (in prospettiva di *going concern*) NON sono eguali ai rispettivi *pay-off* in corrispondenza del valore atteso dell'*enterprise value*

Esempio

GOING CONCERN

		Payoffs			Probability- weighted Payoffs		
Scenario	Probability	Enterprise Value	Net Debt	Equity value	Enterprise Value	Net Debt	Equity value
1	2,50%	180	100	80	4,5	2,5	2
2	15%	130	100	30	19,5	15	4,5
3	20%	120	100	20	24	20	4
4	**25%**	**100**	**100**	**0**	25	25	0
5	20%	80	80	0	16	16	0
6	15%	70	70	0	10,5	10,5	0
7	2,50%	20	20	0	0,5	0,5	0
				Expected Values	**100**	89,5	10,5

LIQUIDATION (25% discount)

		75	75	0	75	75	0

Equity value (*going concern* = 10,5) > *Enterprise Value* atteso nello scenario più probabile (100) – valore nominale del debito (100) = 0

Enterprise value (*going concern* = 100) > Valore del debito (*going concern*) = 89,5 > *Enterprise Value* in caso di liquidazione forzata = 75

Maggiore rischio = minor valore del debito

Maggiore volatilità attivo = minor valore del debito ; maggior valore potenziale equity

GOING CONCERN

			Payoffs		Probability- weighted Payoffs		
Scenario	Probability	Enterprise Value	Net Debt	Equity value	Enterprise Value	Net Debt	Equity value
1	2,50%	180	100	80	4,5	2,5	2
2	15%	170	100	70	25,5	15	10,5
3	20%	163	100	63	32,6	20	12,6
4	**25%**	**100**	**100**	**0**	25	25	0
5	20%	40	40	0	8	8	0
6	15%	30	30	0	4,5	4,5	0
7	2,50%	0	0	0	0	0	0
				Expected Values	**100**	75	25

LIQUIDATION (25% discount)

		75	75		75	75	0

Creditori avversi al rischio preferiscono la liquidazione

Organismo Italiano di Valutazione

Aumento di capitale per 14,5

GOING CONCERN

Scenario	Probability	Enterprise Value	Payoffs: Capital Increase	Payoffs: Net Debt	Payoffs: Equity value
1	2,50%	180	14,5	85,5	94,5
2	15%	170	14,5	85,5	84,5
3	20%	163	14,5	85,5	77,5
4	**25%**	**100**	14,5	85,5	**14,5**
5	20%	40	14,5	40	0
6	15%	30	14,5	30	0
7	2,50%	0	14,5	0	0

37,5% pr.

Scenario	Probability- weighted Payoffs: Enterprise Value	Net Debt	Equity value	OLD Equity (15%)	NEW Equity (85%)
1	4,5	2,1	2,4	0,4	2,0
2	25,5	12,8	12,7	1,9	10,8
3	32,6	17,1	15,5	2,3	13,2
4	25,0	21,4	3,6	0,5	3,1
5	8,0	8,0	0	0,0	0
6	4,5	4,5	0	0,0	0
7	0	0	0	0,0	0
Expected values	**100**	66	34	5	29

66 > 75 – 14,5
34 < 25 + 14,5

Effetto diluitivo

I trasferimenti di valore

Vecchi azionisti (going concern) = 25
Vecchi azionisti (post aucap) = 5
Delta = - 20

Redistribuito a favore di:
<u>Banche:</u>
Banche (going concern) = 75
Banche (post aucap) = 66 + 14,5 = 80,5
Delta = + 5,5
<u>Nuovi azionisti:</u>
Nuovi azionisti (sottoscrizione aucap) = 14,5
Nuovi azionisti (post aucap) = 29
Delta = 14,5

Coerenza fra valore dell'*equity* e del debito

Tassi di default cumulati per classi di rating

Global Corporate Average Cumulative Default Rates (1981-2017)

(%)

	--Time horizon (years)--														
Rating	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**	**11**	**12**	**13**	**14**	**15**
AAA	0.00	0.03	0.13	0.24	0.35	0.46	0.51	0.60	0.65	0.71	0.74	0.77	0.80	0.86	0.93
AA	0.02	0.06	0.12	0.22	0.32	0.43	0.53	0.60	0.68	0.75	0.82	0.89	0.95	1.01	1.07
A	0.06	0.14	0.24	0.37	0.51	0.66	0.85	1.01	1.17	1.34	1.50	1.64	1.79	1.93	2.09
BBB	0.17	0.49	0.84	1.26	1.70	2.13	2.50	2.87	3.23	3.58	3.94	4.24	4.52	4.81	5.11
BB	0.68	2.13	3.83	5.53	7.11	8.57	9.81	10.92	11.90	12.77	13.49	14.14	14.72	15.24	15.80
B	3.59	8.25	12.26	15.44	17.88	19.88	21.48	22.76	23.90	24.95	25.84	26.53	27.15	27.75	28.34
CCC/C	26.82	36.03	41.03	43.97	46.22	47.13	48.33	49.23	50.08	50.71	51.20	51.71	52.34	52.82	52.82
Investment grade	0.10	0.26	0.45	0.68	0.92	1.17	1.40	1.61	1.82	2.03	2.23	2.40	2.57	2.73	2.91
Speculative grade	3.75	7.31	10.39	12.90	14.95	16.64	18.05	19.23	20.27	21.21	22.00	22.65	23.25	23.80	24.34
All rated	1.50	2.95	4.22	5.29	6.18	6.94	7.57	8.12	8.60	9.05	9.44	9.77	10.07	10.35	10.63

Sources: S&P Global Fixed Income Research and S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

Continuità o liquidazione (solo rischio finanziario)

Albergo (no debito, proprietario dell'immobile)
EBIT = 1.000
COC = 10%
Prezzo di vendita: 5.000 < valore d'uso = 1.000/10% = 10.000

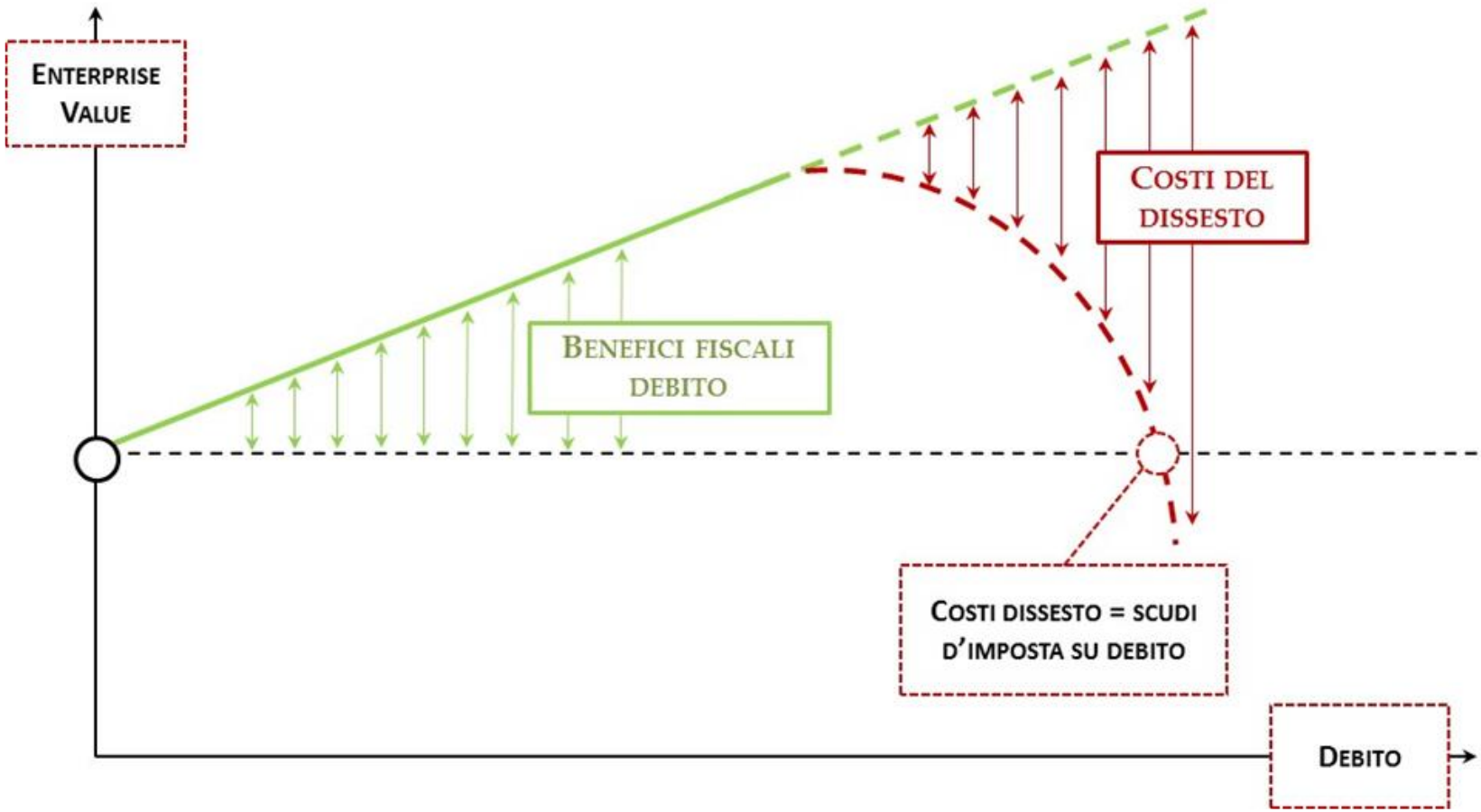
Stesso Albergo (con debito di 15.000 e costo del debito 9%)
EBIT = 1.000
Oneri Finanziari = 1.350
Utile ante imposte = - 350
In caso di liquidazione forzata il creditore ricava: 5.000 (perdita di 10.000)
Proposta del debitore: stralcio di 6000 di debito; Oneri finanziari = 9% x 9.000 = 810)
Convenienza a continuare l'attività:
valore debito: 9.000
valore equity: 10.000 – 9.000 = 1.000
Costo dell'equity: 190/1.000 = 19% ➔ Tasso da Venture capital ?
Coc = 19% x 1.000/10.000 + 9% x 9.000/10.000 = 10%

Tassi da *venture capital* ?

Guida AICPA "*Business valuation in Bankruptcy. A non authoritative Guide*", Consulting Services Practice Aid 02-1, pag. 13.15:

"At the high-end of the risk continuum in a business reorganization, the risk characteristics of investing in a small, closely held company that has a significant amount of intangible asset ***and is undergoing an operational restructuring can be similar in certain respects to investing in a start-up company****. Two defining characteristics of many venture capital investments are: (a) the lack of tangible asset value (or collateral), and (b) the unproven track record of the entity seeking the investment coupled with the absence of historical financial performance that lends support to the future earnings capacity of the business. Accordingly, a significant difference exists between the current level and trend of a start-up company's cash flow from operations and the projected level and trend of the company's cash flow from operations. An investment in an entity undergoing an operational restructuring may be marked by similar characteristics. In fact, numerous funds have been raised for the purpose of investing in financially distressed businesses".*

Rischio finanziario da eccesso di indebitamento



Conflitti fra categorie di finanziatori

- Concordato con continuità;
- Attestazione che il piano sia in grado di soddisfare i creditori privilegiati con un soddisfacimento non inferiore a quello realizzabile in caso di liquidazione.

Non è questo il confronto che compiono i creditori privilegiati !

Esempio

- Impresa in stato di crisi, con:

Debiti privilegiati = 100 e Debiti Chirografari = 60

Piano attestato offre prospettiva di soddisfacimento al 95% i creditori privilegiati e al 75% i creditori chirografari

Valore di liquidazione pari ad 80

I creditori privilegiati accetteranno la proposta concordaria, considerato che il piano attestato offre loro 95 e la liquidazione 80 ? Dipende da quali scenari alternativi considerano rispetto al piano attestato

= 20 * (60)/(20+ 60)
= 15

Scenari	Probabilità	Valore attivo	Valore di liquidazione Debito privilegiato valore minimo garantito	Minore fra valore attivo e minimo garantito	Maggiore fra valore attivo e minimo garantito	Quota del debito privilegiato in eccedenza al minimo garantito	Debito privilegiato	Debito chirografo	
1	5%	160	80		80	20	100	60	
2	60%	140	80		60	15	95	45	*best estimate*
3	20%	40	80	40			40	0	
4	15%	0	80	0			0	0	
	Valori attesi	100					70	30	
	% soddisfacimento creditori:								
	su best estimate						95%	75%	
	su valori attesi						70%	50%	

I creditori ragionano in termini di valore corrente e non di *reorganization value (best estimate)* ed il valore corrente riflette tutti i possibili scenari (valore medio atteso = 70) e rifiutano la proposta concordataria perché con la liquidazione ottengono un valore (= 80) superiore a quello medio atteso (= 70).
Se attribuissero maggiori probabilità agli scenari più favorevoli potrebbero accettare la proposta

AGENDA

1. Caratteristiche delle aziende in crisi
2. Concetti chiave
3. Gli errori più frequenti e le relative soluzioni
4. Valutazioni e prezzi d'asta

Il tasso di sconto

- Qualunque valore stimato deve essere in grado di offrire un' adeguata remunerazione al partecipante al mercato (**IRR**).
- il tasso interno di rendimento (IRR) dell'investimento per il potenziale acquirente (o per il potenziale nuovo socio) deve risultare **superiore al costo del capitale** (che misura la remunerazione normale del capitale) che sarebbe calcolabile sulla base di criteri normali (ad esempio tramite il CAPM).
- Lo **spread** fra tasso interno di rendimento e costo del capitale esprime l'incentivo per l'investitore ad acquisire l'attività (o l'azienda) o a sottoscrivere l'aumento di capitale in stato di crisi o insolventi e costituisce la base razionale dello **sconto** implicito nel valore di mercato delle attività dell'azienda in stato di crisi o insolvente o del valore delle sue azioni.

- Quanto più:
  - l'attività (o l'azienda) è riconducibile in **tempi brevi ad uno stato di normale** capacità di reddito (o richiede un minimo impiego di nuovo capitale);
  - ampio è lo **spettro dei partecipanti al mercato** interessati al bene (o dei potenziali nuovi azionisti);

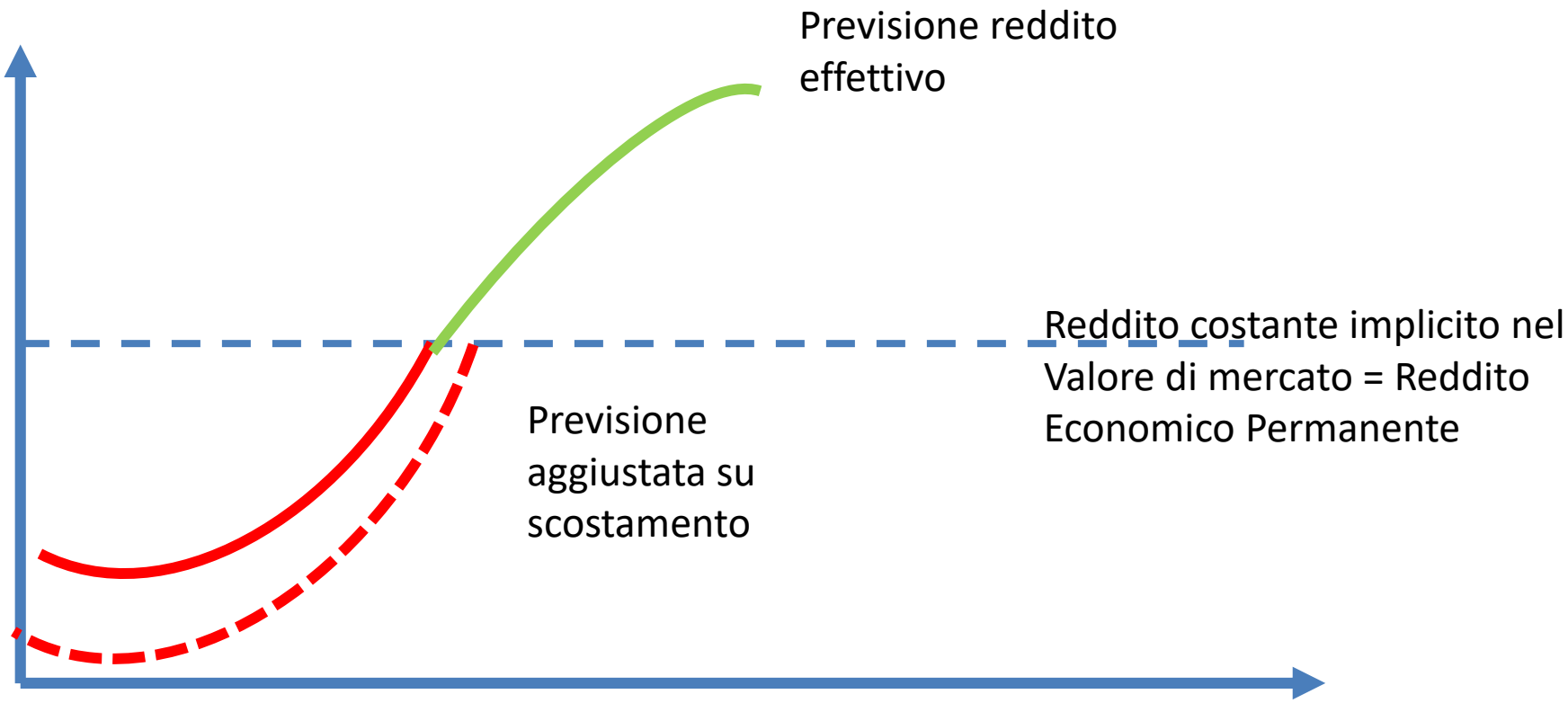
  tanto minore è l'incentivo (e lo sconto o spread) richiesto da questi ultimi e viceversa. Al limite per un'attività altamente fungibile, in ottimo stato e pronta ad un diverso uso, di interesse per i partecipanti al mercato, l'incentivo può essere nullo. Con il termine fungibile si intende un'attività che può avere molti diversi usi possibili e molte diverse categorie di utilizzatori.

I flussi di piano attestato

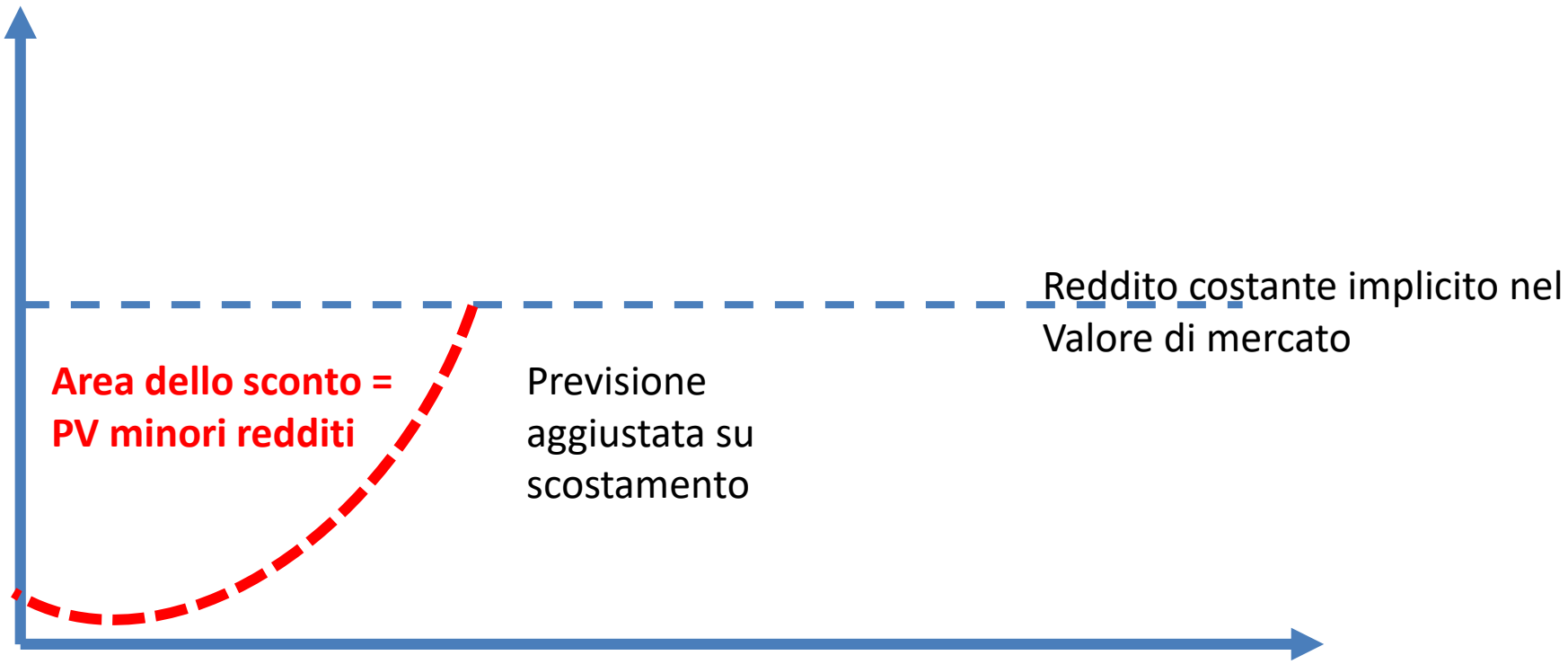
- I flussi di piano attestato non sono flussi medi attesi e non possono essere scontati al costo del capitale (occorre considerare un premio aggiuntivo).

- I flussi medi attesi devono riflettere anche uno scenario di insuccesso

Dal valore di mercato al valore di liquidazione forzata



Lo sconto sul valore di mercato



L'uso di tassi di attualizzazione più elevati rispetto al costo del capitale

Due metodologie principali:

a) Criterio diretto: maggiorazione del tasso (sconsigliata)

b) Criterio indiretto: applicazione del *risk margin* (consigliata)

Il *risk margin* è l'abbattimento di valore che garantisce un adeguato margine di sicurezza all'investitore. Segue la medesima logica dell'assicuratore, che considera il rischio nei flussi e non nel tasso.

Di seguito due esempi di stima, con criterio diretto e criterio indiretto

CRITERIO DIRETTO

Esempio uso di tassi e di flussi coerenti		anni					
	Probabilità	*1*	*2*	*3*	*4*	*5*	*TV*
Piano attestato	*60%*	-50	-10	2	20	40	40
Piano attestato e stressato	*15%*	-55	-15	-5	15	30	30
Scenario di insolvenza	*25%*	-60	-50	-55	100		
Flussi medi attesi		-53,25	-20,75	-13,3	39,25	28,5	28,5
Periodi		periodo flussi negativi			periodo flussi positivi		
Stima del valore dell'azienda sulla base dei flussi di piano attestato al costo del capitale							
costo del capitale (coc)	**10%**						
Discount Factor @ coc		0,9091	0,8264	0,7513	0,6830	0,6209	
Valore attuale flussi piano attestato		-45,45	-8,26	1,50	13,66	24,84	248,37
Valore azienda sulla base del piano attestato	**234,65**						
Stima del valore dell'azienda sulla base dei flussi medi attesi							
tasso risk free	**2%**						
Discont Factor @ risk free rate per periodo di flussi neg.		0,9804	0,9612	0,9423			
Costo del capitale@ 10% + incentivo investitore @5%	**15%**						
Discont Factor @ coc + incentivo investitore per periodo di flussi pos.					0,5718	0,4972	
Valore attuale flussi medi attesi		-52,21	-19,94	-12,53	22,44	14,17	94,46
Valore azienda sulla base dei flussi medi attesi	**46,39**						
Riconciliazione fra i due valori							
Tasso di sconto che riporta il valore del piano attestato al valore dei flussi medi attesi (IRR)	**21,7%**						
Discount factor @ IRR		0,8217	0,6751	0,5547	0,4558	0,3745	
Valore attuale flussi piano attestato		-41,08	-6,75	1,11	9,12	14,98	69,02
Valore azienda	**46,39**						
Delta valore	***188,26***	=234,65-46,39					
di cui effetto:		in %					
Tasso risk free applicato ai flussi negativi	4,91	**3%**					
Incentivo investitore nel costo del capitale	56,86	**30%**					
Scenario più probabile in luogo di scenario medio atteso	126,49	**67%**					

Premio per il rischio e *duration* dell'attività

coc	10%
Premio	5%
IRR	15%
Flussi annui costanti	10
Asset a vita indefinita	
Valore attuale flussi @ coc	100
Valore attuale flussi @ IRR	67
delta	-33%
Asset con vita 10 anni	
Valore attuale @ coc	61
Valore attuale @IRR	50
delta	-18%
Asset con vita 3 anni	
Valore attuale @ coc	25
Valore attuale @IRR	23
delta	-8%

CRITERIO INDIRETTO

Relazione rischio ed incertezza nella prospettiva del partecipante al mercato: struttura finanziaria e risk margin nella valutazione di una azienda

	anni		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	TV
	Flussi medi attesi		6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	100
beta unlevered		1											
debito/equity		1	=50% debito; 50% equity										
tc		30%											
beta levered		1,70											
risk free		2%											
ERP		5%											
coe target		10,5%											
cod *(1-tc)		2,0%											
Wacc target		**6,25%**	con struttura finanziaria target										
	Discount factor		0,941	0,886	0,834	0,785	0,739	0,695	0,654	0,616	0,579	0,545	
	Valore Attuale		5,9	5,5	5,2	4,9	4,6	4,3	4,1	3,8	3,6	3,4	54,5
a	Somma VA		100	con struttura finanziaria target									
Debito/equity		0,11	=10% debito; 90% equity										
beta levered		1,08											
coe target		7,39%			o								
Wacc "di sicurezza"		**6,85%**	con struttura finanziaria "di sicurezza										
	Discount factor		0,936	0,876	0,820	0,767	0,718	0,672	0,629	0,589	0,551	0,516	
	Valore Attuale		5,8	5,5	5,1	4,8	4,5	4,2	3,9	3,7	3,4	3,2	47,0
b	Somma VA		91	con struttura finanziaria "di sicurezza"									
	Valore limite scenario												
c	sfavorevole		20										
d=b-c	Differenza		71										
e	% scostamento inatteso		50%										
f=d*e	**RISK MARGIN**		**36**										
g = c+d-f	**Valore di mercato**		**56**										
	IRR		**11,20%**										
	Discount factor		0,899	0,809	0,727	0,654	0,588	0,529	0,476	0,428	0,385	0,346	
	Valore attuale		5,6	5,1	4,5	4,1	3,7	3,3	3,0	2,7	2,4	2,2	19,3
	Somma VA		56										

AGENDA

1. Caratteristiche delle aziende in crisi
2. Concetti chiave
3. Gli errori più frequenti e le relative soluzioni
4. Valutazioni e prezzi d'asta

Il valore di liquidazione non è il prezzo base d'asta

- Il **prezzo base d'asta** non dovrebbe coincidere con il valore che l'esperto ritiene si potrebbe realizzare con la vendita in asta (liquidazione forzata o accelerata), ma dovrebbe risultare **più contenuto**. Più facilmente infatti un prezzo più contenuto favorisce la concorrenza fra bidders e riduce il rischio di comportamenti collusivi o interdipendenti.

- L'esperto nel caso in cui sia chiamato a stimare il valore di liquidazione forzata o accelerata di beni da realizzare tramite asta dovrebbe sempre esprimere un ***range* di valori** dove il valore massimo del *range* dovrebbe rappresentare il valore di realizzazione ritenuto più probabile ed il valore minimo l'ipotetico prezzo base d'asta.

La differenza fra prezzo base d'asta e valore di liquidazione forzata (sconto) è funzione di sette principali parametri:

1. l'avversione al rischio dei *bidder* (maggiore è l'avversione al rischio maggiore è il prezzo offerto a parità di valore privato);
2. il vincolo di budget dei *bidder* (più stringente è il *budget* minore è il prezzo offerto a parità di valore privato);
3. l'interdipendenza fra i valori assegnati dai *bidder* al bene (maggiore è l'interdipendenza tanto più il prezzo offerto è funzione del valore attribuito al bene dagli altri partecipanti al mercato e non del valore privato per il singolo soggetto);
4. il rischio percepito di *winner's curse*, che è funzione dello svantaggio informativo di cui ciascun partecipante si sente portatore rispetto agli altri partecipanti della stessa categoria (maggiore è il rischio percepito di *winner's curse*, minore è il prezzo offerto);

5. le esternalità dell'aggiudicazione del bene ad un soggetto concorrente della stessa categoria di appartenenza (maggiori sono le esternalità negative, maggiore è il prezzo offerto);
6. la credibilità dell'annuncio di un prezzo di riserva segreto (tanto più l'annuncio è credibile tanto più elevato sarà il prezzo offerto);
7. la capacità del prezzo base d'asta di non escludere a priori alcun partecipante al mercato (maggiore è la credibilità del prezzo base d'asta, maggiore è il prezzo offerto dai partecipanti all'asta).