

LE VALUTAZIONI NELLE CRISI E NELLE SITUAZIONI DI INSOLVENZA DELLE IMPRESE

DI MAURO BINI

Premessa

La stima del valore delle imprese in crisi costituisce senza dubbio uno dei campi di maggiore difficoltà per gli esperti di valutazione, per tre principali ragioni:

- a) i tradizionali criteri di valutazione soffrono di gravi limiti (mancano società comparabili quotate; le transazioni aventi per oggetto aziende in crisi non sono note nei dettagli utili a fornire indicazioni significative di prezzo; le valutazioni fondate sui flussi di risultato attesi pongono problemi nella stima del valore terminale, il valore contabile del debito non ne esprime il valore di mercato, i *payoff* degli strumenti di debito, di *equity* ed ibridi non sono funzione lineare del valore dell'attivo, il costo di rimpiazzo perde di significato in presenza di un eccesso di offerta di beni sostituiti, ecc.)
- b) ciascuna situazione di crisi si caratterizza per fatti e circostanze molto specifici che rendono difficile identificare regole generali;
- c) mancano riferimenti o *best practice* cosicché la scelta dei criteri di valutazione e delle loro modalità di applicazione evidenzia differenze rilevanti.

Tutto ciò si traduce in una maggiore discrezionalità ed una conseguente ridotta affidabilità delle stime delle imprese in crisi che trova riscontro in:

- un'elevata dispersione fra stime compiute da soggetti diversi con riguardo alla medesima attività o azienda;
- differenze rilevanti fra i valori di mercato o di liquidazione stimati ed i prezzi effettivamente realizzati.

Poiché la maggior parte delle decisioni che riguarda le imprese in crisi (dalla decisione se continuare l'attività o liquidarla alla decisione se cedere l'azienda prima o dopo una possibile ristrutturazione, ecc.) richiedono stime di valore, l'affidabilità di queste ultime finisce con il condizionare anche la qualità delle soluzioni individuate.

Per queste ragioni l'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) ha avviato un Gruppo di Lavoro dedicato a "La valutazione nelle crisi e nelle situazioni di insolvenza delle imprese". Il Gruppo di lavoro ha redatto una prima bozza di documento che andrà rivista alla luce del nuovo Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (di seguito CCI), per le parti di rilievo. Qualsiasi Documento OIV prima di diventare un testo definitivo deve seguire un *due process* che può comportare anche radicali modifiche rispetto alla prima versione. Per questa ragione, i contenuti di questo articolo pur riprendendo alcuni spunti contenuti nel Documento non sono attribuibili ad OIV, ma esclusivamente al suo autore.

Crisi ed insolvenza

Il primo elemento di rilievo che è necessario affrontare in tema di valutazione di imprese in crisi riguarda la distinzione fra "stato di crisi" ed "insolvenza", in quanto – come si vedrà – le problematiche valutative che è necessario affrontare nei due casi sono diverse sia fra loro sia rispetto alle problematiche valutative tipiche delle imprese in condizioni ordinarie.

Poiché la fase della crisi precede l'insolvenza è opportuno partire a ritroso dalla definizione di quest'ultima.

Non esiste un'univoca definizione di "insolvenza". In linea di principio sono adottabili due definizioni alternative fondate su due diverse verifiche facenti rispettivamente riferimento ai valori od ai flussi di cassa:

- a) ai sensi della prima verifica (nota nel mondo anglosassone con il termine *balance sheet test*), l'impresa è insolvente quando il valore di mercato del suo attivo nella prospettiva in funzionamento (c.d. *enterprise value*) è inferiore al valore nominale delle passività¹. La definizione di insolvenza in questo caso è riconducibile ad uno sbilancio fra

¹ E' questa la definizione adottata dal Bankruptcy Code negli USA La section 101 al paragrafo (32) riporta la seguente definizione di insolvenza: "The term "insolvent" means:

(A) with reference to an entity other than a partnership and a municipality, financial condition such that the sum of such entity's debts is greater than all of such entity's property, at a fair valuation (...)"

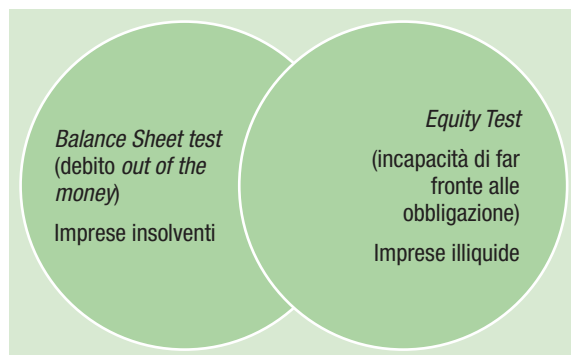
valori in quanto presuppone un valore dell'*equity* negativo e quindi una situazione in cui il debito in gergo è definito *out of the money*²;

- b) ai sensi della seconda verifica (nota nel mondo anglosassone con il termine *equity test*), l'impresa è insolvente quando non è in grado di far fronte alle obbligazioni correnti (debiti giunti a scadenza) con le risorse finanziarie a disposizione. La definizione di insolvenza in questo caso si fonda su uno sbilancio di flussi di cassa conseguente ad impegni finanziari correnti superiori alle risorse finanziarie disponibili.

Le due situazioni possono coincidere in quanto le imprese che non sono in grado di far fronte alle proprie obbligazioni (e quindi non superano l'*equity test*) spesso mostrano anche un valore dell'attivo inferiore al valore nominale del debito (non superano neppure il *balance sheet test*), ma non necessariamente in quanto ci possono essere imprese in crisi di liquidità con un valore dell'attivo significativamente superiore al valore del debito o viceversa imprese in grado di far fronte alle obbligazioni correnti ma non agli impegni finanziari appena oltre il breve termine proprio perché il valore dell'attivo è inferiore al valore del debito (fig. 1). Dunque le due definizioni di insolvenza sono fra loro alternative, in quanto concorrono ad identificare come insolventi imprese diverse (al di là dei casi in cui lo sbilancio di cassa coincide con uno sbilancio di valori). In particolare la definizione fondata sul *balance sheet test* – che si fonda su una definizione economica di insolvenza – esclude i casi di illiquidità tecnica (*mismatching* di scadenze), mentre include i casi nei quali, pur non essendo ancora giunte a maturazione le obbligazioni, è già noto che l'impresa non sarà in grado di farvi fronte per l'assenza tanto di risorse disponibili quanto del merito del credito che possa permettere di sostituire il finanziamento. In questo senso la definizione di insolvenza che si fonda sul *balance sheet test* è più ampia della definizione di insolvenza basata sull'*equity test*, nel senso che permette di classificare come insolventi imprese che adottando l'*equity test* verrebbero considerate solo a rischio di insolvenza.

Anche con riguardo allo “stato di crisi” non esiste una definizione condivisa. Prevale tuttavia l'opinione che il termine “crisi” debba riferirsi ad una condizione d'impresa precedente all'insolvenza, ovvero ad una situazione

FIG. 1 DUE DIVERSE DEFINIZIONI DI INSOLVENZA



di progressivo deterioramento delle *performance* che, se non interrotto, può concretamente condurre l'impresa all'insolvenza. Pertanto l'impresa in crisi è un'impresa che necessita di una ristrutturazione, di un risanamento o più in generale di azioni correttive volte ad interromperne il declino, pena il rischio di insolvenza. Dunque lo stato di crisi identifica una situazione di insolvenza probabile.

Avendosi due definizioni alternative di insolvenza (sbilancio di valori o sbilancio di cassa) si hanno anche due definizioni alternative di crisi d'impresa. Al riguardo sono identificabili le seguenti due coppie di definizioni:

- a) se si adotta la definizione di insolvenza basata sul *balance sheet test* (sbilancio fra valori), si definisce in crisi l'impresa che distrugge valore (ad esempio perché il modello di business è obsoleto e l'impresa registra un declino strutturale di *performance*) e pur disponendo ancora di un valore positivo dell'*equity* (ad esempio perché l'impresa era originariamente ben patrimonializzata), in assenza di interventi correttivi (o di una liquidazione ordinata delle attività), è destinata a registrare una contrazione di valore dell'attivo al di sotto del valore del nominale del debito. La definizione di crisi in questo caso si fonda sulla riduzione progressiva (inerziale) del valore d'impresa nel tempo che prospetticamente espone al rischio di insolvenza (= squilibrio fra valore dell'attivo e valore nominale del debito). Questa definizione di stato di crisi riguarda l'impresa che necessita di una ristrutturazione operativa per interrompere il processo in atto di distruzione di valore;
- b) se si adotta la definizione di insolvenza basata sull'*equity test* (sbilancio di cassa), si definisce in crisi l'impresa che, in assenza di interventi corret-

² Baruch La definizione di debito *out of the money* è un'espressione in uso nel gergo delle imprese in crisi. Tecnicamente quando il valore

dell'attivo è inferiore al valore nominale del debito significa che la *put* (venduta) implicita nel *risky debt* è *in the money*.

tivi o di rinegoziazione dei suoi debiti, non è in grado di far fronte alle obbligazioni che matureranno oltre il breve termine, né con risorse proprie né con l'erogazione di nuovi finanziamenti. La definizione di crisi in questo caso si fonda su una dinamica sfavorevole dei flussi di cassa che prospetticamente espone al rischio di insolvenza (=squilibrio fra fonti ed impieghi). Questa definizione di stato di crisi riguarda l'impresa che deve ristrutturare il proprio debito, per evitare di dover dichiarare la propria incapacità di far fronte alle obbligazioni di futura maturazione.

Anche le due diverse definizioni di impresa in crisi identificano spesso le medesime imprese, in quanto le imprese con esigenze di ristrutturazione operativa normalmente necessitano anche di una ristrutturazione del debito, di aumenti di capitale, ecc., ma non necessariamente, in quanto vi possono essere casi in cui le imprese non sono in grado di far fronte alle proprie obbligazioni a medio termine pur in presenza di un valore dell'attivo prospetticamente superiore al valore del debito in scadenza semplicemente per ragioni legate all'illiquidità dei mercati finanziari o viceversa casi nei quali il valore dell'attivo rischia di scendere al di sotto del valore del debito, ma l'impresa è in grado di comunque di raccogliere nuovi fondi sulla base di una ristrutturazione operativa condivisa dai finanziatori.

Questa premessa è utile per comprendere come si collocano le definizioni di crisi e di insolvenza adottate dal CCI.

Infatti il CCI adotta:

- una definizione di insolvenza fondata sull'*equity test*. Infatti ai sensi del CCI, l'insolvenza è definita come *“lo stato del debitore che si manifesta con inadempimenti o altri fattori esteriori, i quali dimostrano che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni”*;
- e di conseguenza una definizione di crisi, come: *“lo stato di difficoltà economico-finanziaria che rende probabile l'insolvenza del debitore, e che per le imprese si manifesta come inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate”*.

Inoltre il CCI riconduce la definizione di crisi ad una situazione in cui la probabilità di insolvenza è verificata su un orizzonte temporale di riferimento molto ristretto. Infatti, nell'ambito delle procedure di allerta e di composizione assistita della crisi, il CCI fa riferimento ad indici in grado di

verificare la sostenibilità dei debiti nei successivi sei mesi; un orizzonte temporale significativamente più breve di quello adottato (sia dal principio di revisione ISA 570, sia dai principi contabili, nazionali, con l'OIC 11 ed internazionali, con lo IAS 1) per giudicare la sussistenza o meno della continuità aziendale a fini di bilancio (orizzonte di 12 mesi). Limitare la definizione di crisi ad imprese che abbiano già perso la continuità aziendale (a fini di bilancio), significa limitare la definizione di “stato di crisi” ad un ambito molto più circoscritto rispetto a quello di insolvenza probabile e che si potrebbe definire di insolvenza imminente.

Una definizione così circoscritta di crisi finisce per escludere quelle imprese che presentano criticità ben prima dell'orizzonte dei 6 mesi; imprese dove gli azionisti, gli organi di amministrazione e di controllo e/o i manager hanno piena consapevolezza che in assenza di azioni correttive non potrà essere evitato il rischio di insolvenza. Poiché è opinione condivisa che, a parità di ogni altra condizione, la probabilità di successo degli interventi volti ad evitare l'insolvenza è tanto più elevata quanto più precoce è la diagnosi dello stato di crisi è evidente che una definizione molto circoscritta di crisi esclude un'ampia gamma di situazioni nelle quali è già presente tanto la consapevolezza della crisi quanto la volontà di evitare un'insolvenza altrimenti probabile.

A questo punto occorre chiedersi quali siano le definizioni di crisi e di insolvenza utili ai fini valutativi e per rispondere a questo interrogativo bisogna interrogarsi sulle differenze fra la valutazione di una impresa in crisi e la valutazione di un'impresa in condizioni ordinarie, ad un lato, e fra la valutazione di un'impresa in crisi ed un'impresa insolvente, dall'altro.

Il valore dell'impresa in crisi non può essere valutato con i medesimi criteri adottati per le imprese in condizioni ordinarie in quanto l'insolvenza, senza azioni correttive, costituisce per l'impresa in crisi uno scenario probabile, al contrario di quanto accade per le imprese in condizioni ordinarie per le quali si configura come uno scenario remoto. Solo a titolo di esempio se vi è un rischio concreto e non trascurabile che l'impresa cada in insolvenza, come può l'esperto quando applica il DCF stimare il valore terminale senza includere anche uno scenario di possibile liquidazione? Vale dunque fra valutazioni di imprese in crisi e di imprese in condizioni ordinarie la stessa relazione che si riscontra nella valutazione di strumenti di debito con rating *speculative grade* e strumenti di debito con rating *investment grade*, laddove la demarcazione fra le due categorie di rating poggia proprio sulla probabilità

di *default* (trascurabile nel caso di rating *investment grade*, materiale nel caso di *rating speculative grade*).

Nel caso dell'impresa in crisi l'esperto è chiamato a stimare il valore degli strumenti di *equity*, di debito, ibridi (eventualmente emessi dall'impresa), in relazione ai diversi valori che l'attivo può assumere in uno spettro molto ampio di diversi scenari che spaziano dal risanamento al *default*. Mentre nel caso dell'impresa in condizioni ordinarie il valore degli strumenti è funzione lineare del valore dell'attivo dell'impresa (che pur potendo variare in relazione a diversi possibili scenari non include mai lo scenario estremo della liquidazione), nel caso dell'impresa in crisi invece il valore degli strumenti di *equity*, di debito ed ibridi non è funzione lineare dell'attivo dell'impresa, in quanto è funzione della posizione che i singoli strumenti occupano nella gerarchia dei privilegi nella distribuzione della cassa generata dalla gestione e/o da un qualsiasi *liquidity event* (cessione totale o parziale delle attività/business, cessione delle azioni, ecc.). Ciò significa che il valore di ciascuno strumento non può essere stimato semplicemente per differenza fra il valore dell'attivo (nello scenario più probabile o medio atteso) ed il valore che spetta agli strumenti che precedono nella gerarchia dei privilegi, ma occorre considerare l'intero spettro dei possibili scenari e ricavare poi da tale spettro il valore di ciascuno strumento in ciascuno scenario. Il valore corrente di ciascuno strumento altro non è che la media ponderata dei valori che ciascuno strumento può assumere in ciascuno scenario (valore che non coincide con il valore del medesimo strumento nello scenario più probabile o medio atteso proprio a causa della non linearità dei *payoff*).

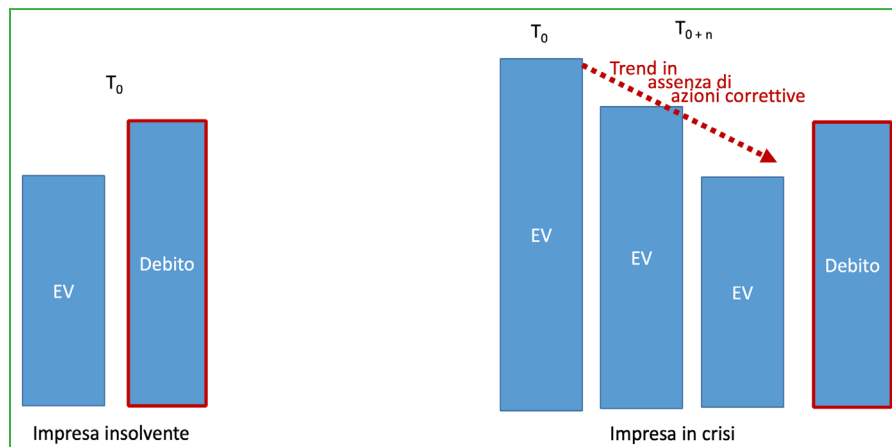
Di qui una prima importante conclusione. Se vi sono imprese che il CCI non definirebbe in crisi, ma per le quali la probabilità di insolvenza non è né remota né trascurabile – e che quindi l'esperto non può valutare con le tecniche ed i criteri tradizionalmente utilizzati per valutare le imprese in condizioni ordinarie – ne discende che la definizione di crisi del CCI non risponde all'esigenza di identificare tutte le imprese che richiedono criteri di valutazione diversi da quelli utilizzabili per stimare il valore di imprese in condizioni ordinarie.

Anche la definizione di in-

solvenza del CCI non risponde all'esigenza di identificare imprese che presentino problematiche valutative diverse da quelle che l'esperto deve affrontare per valutare l'impresa insolvente rispetto all'impresa in crisi. Infatti, mentre nel caso di imprese insolventi l'esperto è in genere chiamato a stimare il valore dell'attivo dell'impresa (*enterprise value*) a prescindere dalla struttura del passivo dell'impresa insolvente, in quanto dal valore dell'attivo (in funzionamento o in liquidazione) discendono poi i possibili percorsi di soluzione (assistita o meno) dell'insolvenza, nel caso dell'impresa in crisi invece l'esperto è chiamato a valutare gli strumenti di *equity*, di debito ed ibridi emessi dall'impresa. La differenza assume rilievo in quanto nel primo caso (impresa insolvente) la valutazione dell'attivo, prescindendo dalla struttura del passivo, non deve riflettere uno scenario di possibile insolvenza (l'insolvenza si è già manifestata e la valutazione è volta ad identificare il valore recuperabile per i *claimants*), mentre nel secondo caso – invece – la valutazione riguarda i *claims* (gli strumenti di *equity*, di debito ed ibridi) e dunque deve riflettere anche il rischio di insolvenza.

Ne discende che la distinzione fra insolvenza e crisi che rileva ai fini valutativi deve necessariamente rifarsi al *balance sheet test* (fig. 2), secondo cui è insolvente l'impresa per la quale il valore corrente dell'attivo in funzionamento è inferiore al valore nominale del debito. Infatti solo quando il debito è *out of the money* l'esigenza di valutazione riguarda l'attivo d'impresa (*enterprise value*), a prescindere dallo specifico livello di debito dell'impresa stessa, in quanto qualunque soluzione dell'insolvenza richiede di necessità di riportare il debito (che nell'insolvenza supera il 100% del valore dell'attivo) a livelli sostenibili; se invece il debito è *in the money*, l'esigenza di valutazione si sposta sugli strumenti di *equity*, di debito o ibridi e quindi non può prescindere

FIG. 2 **BALANCE SHEET TEST E DISTINZIONE FRA IMPRESA INSOLVENTE ED IMPRESA IN CRISI**



dal rischio finanziario effettivo dell'impresa, perché da lì occorre partire per individuare eventuali esigenze di aumenti di capitale, nuovi finanziamenti, dismissioni di attività, ecc..

Poiché la stima del valore degli strumenti di *equity* o di debito dell'impresa in crisi, tenuto conto della specifica struttura finanziaria e dei rischi ad essa associati, pone problemi valutativi molto diversi da quelli che occorre affrontare nella stima del valore dell'attivo di un'impresa già insolvente, è necessario mantenere distinte le due categorie di imprese.

Le due categorie descritte (impresa in crisi ed impresa insolvente) non esauriscono le fattispecie di aziende in difficoltà che presentano peculiarità distintive di valutazione. L'esperto infatti è chiamato spesso a svolgere valutazioni di attività (partecipazioni, rami di azienda) e di strumenti di *equity*, di debito, ibridi (ad esempio strumenti finanziari partecipativi) di imprese che dopo essere state (o essersi) dichiarate (anche solo prospetticamente) insolventi hanno optato per soluzioni assistite dello stato di crisi o di insolvenza previste dalla legge fallimentare (ed in prospettiva dal CCI). A fianco delle due categorie di imprese già menzionate ("in crisi" ed "in liquidazione") è opportuno dunque introdurre anche una terza categoria, che definiremo impresa "in procedura", intendendo con questo termine qualunque soluzione assistita della crisi/insolvenza. Per quest'ultima categoria di imprese (come nell'impresa in crisi), oggetto di valutazione prevalente tornano ad essere gli strumenti di *equity*, di debito ed ibridi più che il valore dell'attivo (fig. 3).

I rischi specifici delle imprese in difficoltà

L'elemento distintivo che accomuna le imprese delle tre categorie descritte (insolventi, in crisi, in procedura, che

indistintamente considerate chiameremo imprese in difficoltà) rispetto alle imprese in condizioni ordinarie riguarda:

- il profilo di maggiore rischio;
- la natura e l'origine dello stato di difficoltà;
- le tipologie di rischi tipici.

Analizziamole brevemente.

a) Il profilo di maggiore rischio

Le ragioni del maggiore rischio sono principalmente di tre specie:

- i rischi riconducibili all'impossibilità di proiettare nel futuro uno svolgimento del business in continuità senza interventi correttivi (di ristrutturazione operativa o finanziaria);
- i rischi connessi alle discontinuità che gli interventi correttivi comportano e quindi di deragliamento dell'azione correttiva pianificata;
- i rischi di dover riconoscere sconti rilevanti in sede di liquidazione di attività o di emissione di nuovi strumenti di *equity* o di debito.

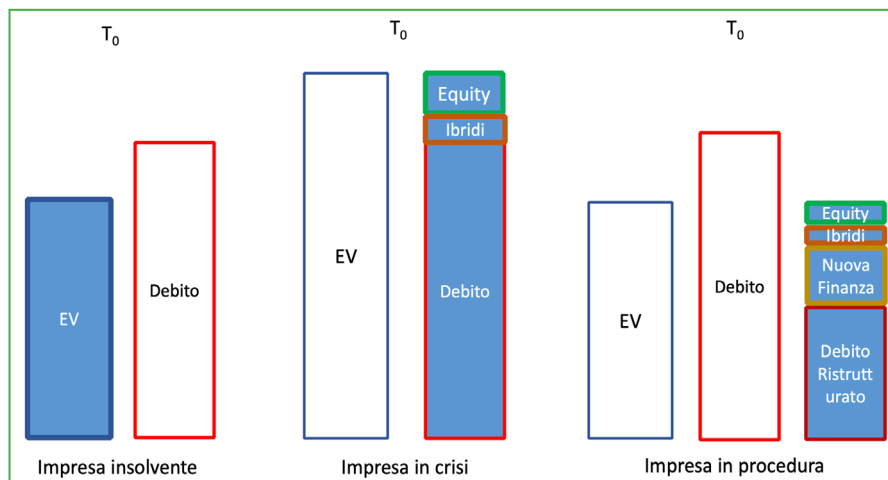
b) La natura e l'origine dello stato di difficoltà

Al riguardo è opportuno distinguere le cause in relazione alla natura ed all'origine.

Per quanto attiene alla natura, le cause della crisi possono essere ricondotte a:

- cause idiosincriche riferibili a circostanze ed eventi propri della specifica impresa, quali ad esempio errori gestionali, frodi, scadenza di brevetti, calamità naturali, perdita di persone chiave, ecc.;
- cause strutturali comuni a tutte le imprese del settore o a talune categorie di imprese che operano nel medesimo settore, quali ad esempio flessioni della domanda, incremento dell'offerta, discontinuità tecnologiche, concorrenza di produttori a basso costo di manodopera, diseconomie di scala, obsolescenza di taluni modelli di busi-

FIG. 3 I RISCHI SPECIFICI PER LE TRE PRINCIPALI CATEGORIE DI IMPRESE¹



ness tradizionali, concorrenza di prodotti sostituiti, discontinuità regolamentari, ecc..

La distinzione delle cause della crisi fra idiosincriche e comuni alle imprese del settore assume rilievo perché nel caso di crisi estesa a tutto il settore o comunque a vaste porzioni del settore:

- a) gli eventuali acquirenti o investitori dispongono di un ampio spettro di alternative (società comparabili o beni sostituiti) e ciò finisce con l'ampliare gli sconti fra valori di liquidazione e valori di mercato;
- b) il sostegno ad imprese in crisi o insolventi da parte degli intermediari finanziari, qualunque forma assuma, costituisce una barriera all'uscita e non consente al mercato di riequilibrare l'offerta alla domanda, mantenendo condizioni economiche sfavorevoli per tutte le imprese del settore e riducendo i valori in funzionamento.

Non mancano casi in cui le due tipologie di cause (idiosincriche o di settore) si sovrappongono per via del fatto che in settori strutturalmente in declino le prime imprese a soffrire sono le imprese più deboli (sotto il profilo manageriale o finanziario) e più esposte alla flessione della domanda in quanto più fragili (ad esempio perché hanno realizzato investimenti sproporzionati all'effettiva domanda o viceversa non hanno investito per riqualificare la propria offerta). Ma anche in questi casi le cause di crisi sono imputabili prevalentemente a cause dell'una o dell'altra specie.

Con riguardo all'origine della crisi, la distinzione riguarda:

- (i) *cause operative* (condizioni economiche sfavorevoli, settore in crisi per mancanza di domanda o per lievitazione dei costi non traslabile sui prezzi, debolezze competitive dell'impresa, modello di business superato, errori compiuti nel passato a seguito di previsioni eccessivamente ottimistiche con conseguenti errori strategici e manageriali, ecc.);
- (ii) *cause finanziarie* (illiquidità, indebitamento eccessivo, costi finanziari sproporzionati, ecc.);

Qualunque sia la causa originaria della crisi, con il progredire dello stato di crisi, le difficoltà operative e di altra natura tendono comunque a generare tensioni finanziarie. Tuttavia sotto il profilo logico la distinzione assume rilievo in quanto:

- le crisi attribuibili a cause finanziarie riguardano imprese eccessivamente indebitate, mentre le cause operative o di altro genere possono riguardare anche imprese con livelli di indebitamento non eccessivi;
- le crisi attribuibili esclusivamente a cause finanziarie trovano più facile soluzione rispetto alle crisi attribuibili a cause operative o di altra natura, almeno sino a che le difficoltà finanziarie non siano di gravità tale da compromettere la capacità operativa dell'impresa (per via di tagli agli investimenti di mantenimento, incapacità di onorare i debiti verso i fornitori chiave, cause dovute a ritardi o ad altre inadempienze contrattuali, ecc.).

c) le tipologie di rischi tipici

Benché la natura e l'origine della crisi possano modificare l'intensità e la rilevanza dei differenti profili di rischio, si possono individuare nove principali tipologie di rischi ricorrenti che differenziano la valutazione delle imprese in difficoltà rispetto alle aziende normali. Si tratta de:

- (i) il rischio di aggressione del patrimonio da parte dei creditori;
- (ii) i rischi operativi che assumono la forma di costi indiretti di dissesto;
- (iii) i rischi operativi legati alla gestione che ha portato alla crisi;
- (iv) i rischi gestionali, legati alla indisponibilità di adeguati supporti informativi o di adeguate competenze manageriali;
- (v) i rischi connessi ai tempi ridotti di azione;
- (vi) i rischi connessi alla volatilità delle condizioni di contesto;
- (vii) i rischi di diluizione del capitale;
- (viii) i rischi di discontinuità gestionale;
- (ix) il rischio di piani *goal oriented*.

Di seguito è riportata una breve descrizione di ciascun tipo di rischio.

(i) il rischio di aggressione del patrimonio da parte dei creditori

Il rischio di aggressione del patrimonio da parte dei creditori riguarda l'impresa insolvente. Questa circostanza nasce dal fatto che nel caso delle imprese insolventi gli interessi di azionisti e di creditori e delle diverse categorie di creditori (privilegiati e chirografari) divergono e ciò fa sì che i creditori privilegiati possano trovare conveniente aggredire il patrimonio dell'impresa insolvente anche

quando la liquidazione dell'impresa distruggerebbe valore per tutte le altre categorie di finanziatori. La legge fallimentare ed il nuovo CCI – nel nostro ordinamento – offrono all'impresa insolvente con ragionevoli prospettive di risanamento, sotto certe vincolanti condizioni, soluzioni utili ad evitare l'aggressione del patrimonio aziendale da parte dei creditori. Tuttavia tali soluzioni possono accelerare (per via della pubblicità dello stato di crisi) l'emergere di costi indiretti di dissesto.

(ii) i rischi operativi che assumono la forma di costi indiretti di dissesto

I costi indiretti di dissesto sono riconducibili alla perdita: (i) di risorse chiave e/o (ii) di relazioni chiave (con clienti e/o fornitori) e/o; (iii) di opportunità operative (quali ad esempio la possibilità di partecipazione a bandi di gara)³ a causa di difficoltà già in essere (ad esempio l'incapacità di mantenere standard operativi adeguati, ecc.) o prospettiche (ad esempio l'assenza di adeguate garanzie di continuità di assistenza ai clienti, ecc). Se l'impresa in condizioni di normalità è in grado di generare "valore" oltre che per sé anche per gli *stakeholders*, quando entra in crisi perde questa capacità e le relazioni sono destinate ad allentarsi, con il rischio concreto di perdere clienti, fornitori, capitale umano, opportunità di business. Quanto più le condizioni di crisi sono specifiche (idiosincratice), nel senso che riguardano la specifica impresa e non il settore o l'economia nel suo complesso, ed i mercati (del lavoro, dei fattori produttivi e di sbocco) sono competitivi tanto più è probabile che l'impresa perda risorse, relazioni chiave ed opportunità di business. Questa è anche la ragione per cui il management (o l'imprenditore) può essere indotto a mascherare l'effettiva situazione di crisi, ritardando l'adozione di una delle soluzioni previste dalla legge fallimentare (o dal CCI).

(iii) i rischi operativi legati alla gestione che ha portato alla crisi

I rischi operativi ereditati dalla gestione che ha condotto alla crisi, sono riconducibili a tre principali categorie:

- inadempienze di tipo operativo: ad esempio la maturazione di penali e pretese risarcitorie a fronte di

contratti già stipulati che l'impresa non è riuscita ad adempiere;

- il taglio di costi monetari aventi natura di investimento (spese di ricerca e sviluppo, spese pubblicitarie o di marketing, riduzione delle manutenzioni, ecc.) o di investimenti (di manutenzione, ecc.) che possono aver compromesso o comunque danneggiato la capacità operativa dell'impresa.
- la perdita di reputazione dell'impresa, in termini di capacità di servire i clienti, di qualità del prodotto, ecc.

(iv) i rischi gestionali legati alla indisponibilità di adeguati supporti informativi o di adeguate competenze manageriali.

Ai rischi operativi si aggiungono anche rischi gestionali tipici dell'impresa in crisi, riconducibili a due principali categorie:

- *Assenza o inaffidabilità dei sistemi informativi aziendali.* Spesso le imprese in crisi non dispongono degli strumenti o dei supporti informativi gestionali minimi (ad esempio una rilevazione di tutte le effettive passività dell'impresa) e/o utili ad assumere decisioni informate (ad esempio è assente un sistema di controllo di gestione; un sistema efficace di pianificazione; un piano di tesoreria) oppure tali strumenti sono disponibili ma inaffidabili a causa di frodi, *mismanagement*, ecc.;
- *Assenza di competenze manageriali, overconfidence⁴ e management bias.* I rischi gestionali sono dovuti oltre che all'assenza di supporti informativi adeguati (ciò che non si misura non si controlla, ciò che non si controlla non si gestisce), anche al fatto che il management dell'impresa in crisi o non ha le competenze necessarie per individuare le soluzioni più opportune sulla base di "numeri alla mano" (nel senso che la crisi dell'impresa trova origine proprio nell'*overconfidence* del management che non è mai stato "sfidato" nelle proprie decisioni da sistemi appropriati di rilevazione e gestione dei rischi) o viceversa disporrebbe delle necessarie competenze, ma anziché affrontare la crisi riconoscendo

3 La rilevanza del rischio di non poter partecipare a bandi di gare può essere colta dal disposto del legislatore fallimentare che all'art. 186 bis, comma 3, L.F. consente all'azienda in concordato con continuità aziendale di partecipare a gare indette dalla pubblica amministrazione (previo accertamento da parte dell'attestatore indipendente della capacità dell'impresa di ragionevolmente adempiere al contratto).

2 Con il termine "*overconfidence*" si definisce normalmente una pro-

pensione del management a non considerare uno spettro ampio di scenari possibili, ma di decidere sulla base di un unico (o di pochi) scenari considerati gli unici possibili. L'*overconfidence* spesso è alimentata da previsioni e stime che sistematicamente escludono le reazioni dei concorrenti (e/o dei clienti o fornitori), cioè da previsioni che si fondano su *assumption* nascoste (*hidden assumption*) in quanto non esplicitate.

gli errori gestionali del passato insiste nel difendere le decisioni assunte⁵ nel passato (c.d. *management bias*) e ritarda l'adozione delle necessarie soluzioni in attesa di "tempi migliori".

(v) *i rischi connessi ai tempi ridotti di azione.*

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. Infatti:

- a) la diagnosi anticipata del possibile stato di crisi rende possibili (ed efficaci) azioni che in situazioni di crisi conclamata o non sono più realizzabili o non sono più efficaci. Ad esempio mentre l'impresa in grado di anticipare lo stato di crisi può dismettere le attività meno performanti a condizioni economiche comunque vantaggiose (prezzo di cessione superiore al valore d'uso) in quanto dispone di un sufficiente *time-to-market*, l'impresa in crisi conclamata invece non solo è costretta ad accettare condizioni significativamente più svantaggiose, ma può addirittura trovarsi nella condizione di dover cedere a sconto le attività meglio performanti ("i gioielli di famiglia");
- b) la lentezza operativa accresce i rischi connessi ai costi indiretti di dissesto (perdita di risorse chiave, di clienti, di fornitori, ecc.).

I vantaggi di decisioni rapide e di *fast moving* possono tuttavia essere compensati da due principali tipi di rischi:

- il rischio di non riuscire comunque a stabilizzare il fabbisogno di cassa dell'impresa;
- il rischio connesso a decisioni errate (ad esempio cessioni di attività a prezzi ingiustificatamente inferiori rispetto ai valori di mercato, ecc.)

(vi) *i rischi connessi alla volatilità delle condizioni di contesto*

Le aziende in crisi:

- spesso operano in settori molto volatili e la volatilità (sfavorevole) dei ricavi è la principale causa della crisi;
- sono più fragili, nel senso che non dispongono di adeguati margini di sicurezza (né operativi né finanziari).

Ciò espone l'impresa a rischi esogeni rilevanti rispetto ai quali i margini di sicurezza sono molto limitati.

(vii) *i rischi di diluizione del capitale.*

Qualunque ristrutturazione operativa o finanziaria che richieda l'apporto di nuovi fondi da parte di soggetti esterni comporta normalmente un sacrificio da parte degli azionisti in termini di diluizione del valore del loro investimento a favore di nuovi soci o di finanziatori a titolo di debito che richiedono una qualche forma di remunerazione legata all'incremento di valore dell'*equity* a seguito della ristrutturazione (*equity kicker*).

(viii) *i rischi di discontinuità gestionale*

Ai rischi propri dell'impresa in stato di crisi, si aggiunge il rischio proprio delle azioni di ristrutturazione che contengono necessariamente una sfida imprenditoriale legata alle discontinuità (manageriali, di prodotto, di processo, di mercato, ecc.). Di frequente si tratta di discontinuità che prevedono una vera e propria rinascita del business e che pertanto si caratterizzano per profili di rischio non lontani da quelli propri delle aziende in *start-up*.

(ix) *il rischio di piani goal-oriented.*

Le imprese in crisi formulano piani per il raggiungimento di specifici obiettivi (c.d. piani *goal-oriented*). L'obiettivo può essere rappresentato dall'esigenza di attrarre l'interesse di potenziali nuovi azionisti, oppure di limitare gli effetti negativi dell'*impairment test*, oppure dell'ottenimento di nuovi finanziamenti, ecc.. L'esperto deve comprendere il rischio di piani *goal-oriented* (ed i connessi conflitti di interesse/costi di agenzia) e deve tenerne conto nella propria valutazione.

La presenza di questi fattori di rischio tipici reca con sé una caratteristica importante delle imprese in difficoltà: la presenza di scenari alternativi molto dispersi che normalmente concorrono a definire una distribuzione asimmetrica dei flussi di risultato attesi. Questa circostanza comporta conseguenze rilevanti sia con riguardo alle prospettive di valutazione da adottare, sia con riguardo alle configurazioni di valore.

Le prospettive di valutazione

Ai fini della valutazione di un'azienda in condizioni normali, si possono adottare due prospettive fra loro alternative:

5 Proprio per questa ragione, la risoluzione dello stato di crisi impone spesso il ricorso a "crisis manager" o "turnaround professional"

- a) la prospettiva di funzionamento (*going concern*);
- b) la prospettiva di liquidazione.

Normalmente per le imprese in condizioni normali si adotta la prospettiva di funzionamento. La valutazione nella prospettiva della liquidazione ordinata è in genere limitata ai casi in cui l'impresa non esprime valore di avviamento e le sue attività si caratterizzano per una facile liquidabilità.

Quando ci si riferisce invece ad imprese in difficoltà entrambe le prospettive di valutazione assumono rilievo.

Nel caso dell'impresa insolvente l'esperto è infatti chiamato a compiere contemporaneamente due valutazioni distinte ciascuna fondata su una diversa prospettiva, in quanto è proprio dal confronto fra il valore dell'impresa in liquidazione ed il valore dell'impresa in funzionamento che discendono le soluzioni possibili.

Nel caso delle imprese in crisi o in procedura, invece, l'esperto deve adottare di necessità una prospettiva mista. Quest'ultimo aspetto merita un chiarimento.

Mentre nel caso dell'impresa insolvente oggetto di valutazione è normalmente l'attivo d'impresa a prescindere dalla specifica struttura finanziaria, nel caso dell'impresa in crisi l'esperto è chiamato a stimare il valore degli strumenti di *equity*, di debito o ibridi a valere sull'attivo. La differenza risiede nel fatto che in una valutazione dell'attivo che prescinda dalla specifica struttura finanziaria per definizione non vi può essere il rischio di insolvenza e quindi l'adozione di una prospettiva di funzionamento può escludere qualsiasi scenario di liquidazione forzata. Nel caso di valutazione dell'*equity* o del debito dell'impresa in crisi, invece, anche quando si adottasse una prospettiva di funzionamento non si potrebbe escludere dagli scenari futuri l'insolvenza (l'impresa in crisi per definizione è un'impresa per la quale l'insolvenza è probabile). Lo stesso vale, in forma ancora più complicata, per l'impresa in procedura, atteso che l'esperienza mostra il frequente deragliamento dei piani di risanamento delle imprese in amministrazione o in concordato che comportano nuovi accordi (i "ripetuti giri" degli accordi di ristrutturazione) o la liquidazione forzata.

Trascurare lo scenario di liquidazione forzata e valutare l'impresa in crisi o in procedura sulla base di una pura prospettiva di funzionamento, rappresenta l'errore più frequente in cui incorrono gli esperti di valutazione quando sono chiamati a stimare il valore dell'*equity*

nella prospettiva di funzionamento dell'impresa in crisi o in procedura. Adottare lo stesso approccio che si utilizza per le imprese in condizioni normali, senza tenere conto che per le imprese in crisi lo scenario di insolvenza costituisce uno scenario concretamente realizzabile finisce con il determinare una sopravvalutazione d'impresa.

Nel caso delle imprese in crisi, infatti, il rischio di insolvenza è concreto e la liquidazione forzata delle attività rientra nello spettro dei risultati concretamente possibili. Ciò significa che quando l'esperto sconta i flussi di piano dell'impresa in crisi deve tenere conto che anche quando il piano è medio rappresentativo delle condizioni di funzionamento non considera lo scenario alternativo di liquidazione (che nelle imprese in crisi, al contrario delle imprese in condizioni ordinarie, costituisce sempre uno scenario probabile). L'errore implicito in un approccio che escluda dalla valutazione dell'*equity* dell'impresa in crisi lo scenario di liquidazione è ancor più evidente quando si disponga di una quotazione di mercato degli strumenti di debito dell'impresa (es. obbligazioni negoziate in mercati attivi). In questi casi il valore di mercato degli strumenti di debito riflette le probabilità di insolvenza, mentre il valore degli strumenti di *equity* (erroneamente) stimato sulla base della semplice attualizzazione dei flussi di piano ne prescinde.

Le configurazioni di valore di riferimento

Le configurazioni di valore di riferimento per le imprese in difficoltà non differiscono se non limitatamente rispetto alle configurazioni di valore note ai fini della stima del valore di imprese in condizioni normali. Le configurazioni di valore cui più frequentemente si è chiamati a fare riferimento nel caso di imprese in difficoltà sono:

- a) il valore di mercato;
- b) il valore di smobilizzo (di liquidazione o di garanzia);
- c) il valore recuperabile (ai fini di *impairment test*, pari al maggiore fra valore d'uso e *fair value*).

Ciò in quanto:

- a) i creditori dell'impresa insolvente sono interessati a quanto potranno ricavare a ristoro del proprio credito;
- b) gli azionisti ed i creditori dell'impresa in crisi sono interessati a conoscere il valore realizzabile dalla vendita dei loro strumenti finanziari;

- c) gli azionisti ed i creditori dell'impresa in procedura sono interessati a conoscere il *fair value* degli strumenti a fini del proprio bilancio.

Dunque se da un lato per le imprese in difficoltà non è necessario fare riferimento a configurazioni di valore diverse da quelle già note, dall'altro è necessario considerare che a parità di configurazioni di valore, cambiano i cc.dd. attributi di valore. Con il termine attributi di valore si definiscono quegli elementi che concorrono a meglio definire la configurazione di valore ricercata. Ad esempio, nel caso delle imprese in condizioni normali, il valore di mercato può esprimere un valore in atto o un valore potenziale, il valore di liquidazione può esprimere un valore di liquidazione ordinata o forzata, ecc. per questa ragione è sempre necessario esplicitare gli specifici attributi della configurazione di valore utilizzata.

Nel caso delle imprese in difficoltà oltre a questi attributi (valore in atto e valore potenziale; liquidazione ordinaria e liquidazione forzata) è necessario introdurre altri attributi di valore.

Con specifico riguardo al valore di liquidazione è opportuno fare riferimento oltre alla liquidazione ordinata ed alla liquidazione forzata, anche ad un caso intermedio (liquidazione accelerata). Spesso infatti i piani di ristrutturazione richiedono di effettuare disinvestimenti di talune attività e di taluni business in tempi rapidi e questa circostanza impedisce di poter godere di un normale periodo di commercializzazione. Se l'impresa non è costretta a vendere (e quindi non si tratta di una liquidazione forzata), ma al contempo trova opportuno perseguire la cessione in tempi rapidi delle sue attività vuoi per ridurre i rischi di squilibri di cassa o più semplicemente per evitare il ricorso a forme di finanziamento più costose, la stima di valore non può far riferimento neppure ad una liquidazione ordinata. Nasce così l'esigenza di disporre di un prezzo di liquidazione intermedio, fra il prezzo di liquidazione ordinaria ed il prezzo di liquidazione forzata. Se l'impresa è disposta a riconoscere sconti nei prezzi di liquidazione, in quanto sono più che compensati dai benefici (o dai maggiori costi) che la liquidazione in tempi più rapidi è in grado di generare (evitare), sorge l'esigenza di identificare la fattispecie della liquidazione accelerata, fa riferimento ad un prezzo di liquidazione idealmente collocato fra il prezzo di liquidazione ordinata ed il prezzo di liquidazione forzata.

Con riguardo invece al valore di mercato la classica distinzione fra valori in atto e valori potenziali assume di-

verso rilievo nel caso delle imprese insolventi, rispetto alle imprese in crisi o in procedura.

Nel caso delle imprese insolventi il valore in atto rappresenta anche il c.d. valore inerziale dell'attivo d'impresa, ovvero il valore che si avrebbe in assenza di interventi di ristrutturazione, mentre il valore potenziale rappresenta il valore che l'impresa potrebbe esprimere qualora fosse implementato il piano di ristrutturazione (*reorganization value*). Nel caso delle imprese insolventi (quando è ancora necessario identificare la soluzione da adottare) è infatti necessario disporre di due configurazioni di valore di mercato da contrapporre al valore di liquidazione forzata: (i) il valore di mercato corrente che esprime il valore dell'impresa sulla base della capacità di reddito che l'impresa esprime come essa è nelle sue condizioni correnti (ii) il valore di mercato a seguito di ristrutturazione (c.d. *reorganization value* = valore atteso a seguito di interventi correttivi).

Nel caso delle imprese in crisi o in procedura dove il principale oggetto di valutazione non è costituito dall'attivo dell'impresa ma dagli strumenti di *equity*, di debito o ibridi, gli attributi principali del valore di mercato riguardano invece la distinzione fra valori *pre-money* e valori *post-money*, ovvero fra valori che escludono o che includono l'effetto diluitivo che i precedenti finanziatori possono accettare di subire a favore dei nuovi entranti. La circostanza assume rilievo perché l'impresa in crisi o in procedura deve contemplare nell'ambito degli scenari possibili anche scenari diluitivi, conseguenti alla volontà dei nuovi finanziatori di ricavare dal loro investimento rendimenti superiori al costo del capitale in quanto il *payoff* non lineare degli strumenti di *equity* tipico delle imprese in crisi comporta profili di rischio asimmetrici. Proprio lo spread fra IRR e costo del capitale determina l'effetto diluitivo in capo ai precedenti strumenti di *equity* e di debito.

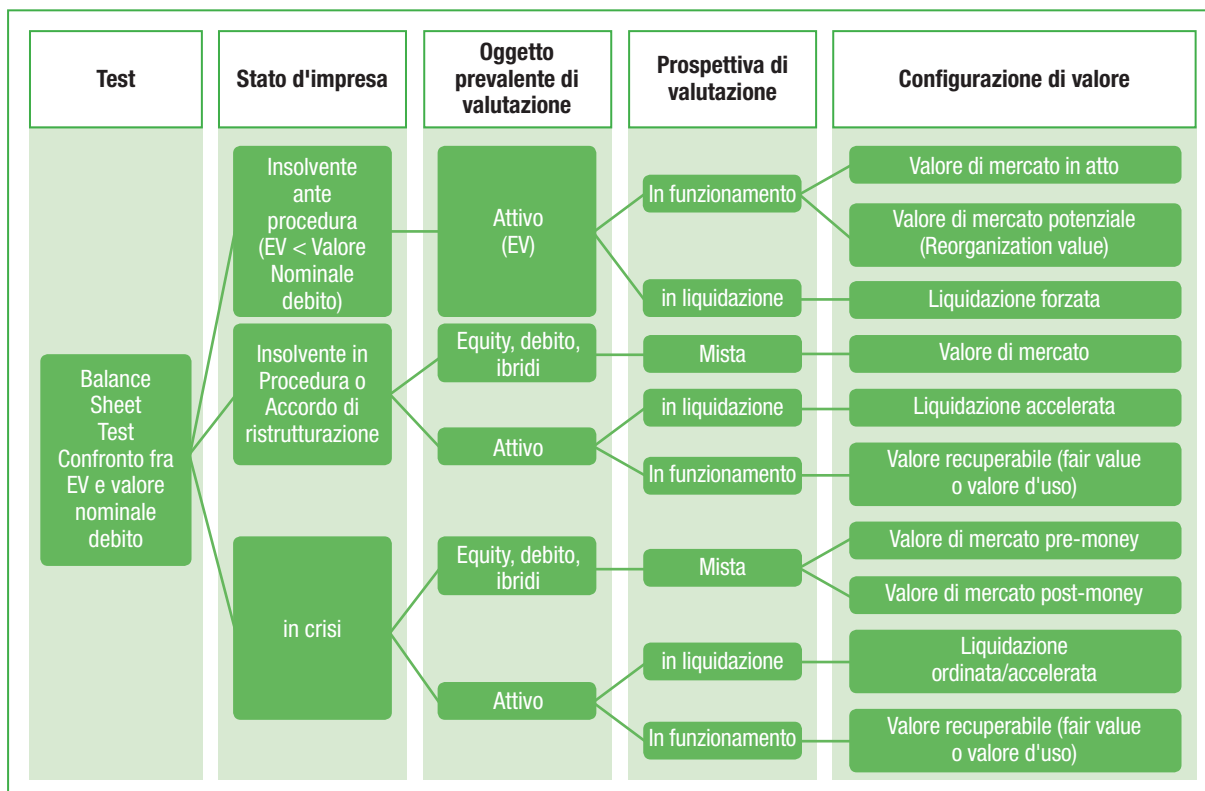
L'analisi dei tassi di sconto ai fini della stima dei valori delle imprese in crisi o in procedura o insolventi costituisce un ulteriore elemento di rilievo delle valutazioni.

Prima di affrontare il tema della scelta dei tassi nella valutazione delle imprese in difficoltà può essere utile fornire una sintesi dei concetti presentati sino a qui.

La tassonomia adottata

La fig. 4 riassume quanto è stato illustrato sino a questo punto. La distinzione fra impresa insolvente ed impresa in crisi si fonda sul *balance sheet test*, ovvero sulla base del

FIG. 4 LE IMPRESE IN DIFFICOLTÀ DELLE TRE CATEGORIE ED I PROFILI DI VALUTAZIONE DISTINTIVI



confronto fra valore dell'attivo e valore nominale del debito. Normalmente il test è svolto in forma grezza facendo riferimento a multipli (ad esempio EV/Ebitda) di società comparabili, senza particolari aggiustamenti per la specifica impresa in crisi. Ciò sulla base del presupposto che se il valore dell'attivo calcolato sulla base di un multiplo "pieno" (che non considera i rischi specifici dell'impresa in difficoltà) già risulta inferiore al valore del debito, l'impresa è sicuramente insolvente. La figura illustra come le imprese insolventi possano a loro volta essere distinte in due principali categorie, in relazione al fatto che abbiano già adottato o meno un accordo di ristrutturazione o una procedura di composizione assistita della crisi.

La distinzione delle imprese nelle tre categorie descritte (insolvente, in crisi o in procedura) assume rilievo in relazione all'oggetto prevalente di valutazione, rappresentato:

- nelle imprese insolventi, dall'attivo (essendo il debito *out of the money*, in teoria valore del debito e valore dell'attivo coincidono);
- nelle imprese in crisi ed in procedura, dall'*equity*, dal debito, dagli strumenti ibridi e più in generale dai *claims* scritti sull'attivo. Fatta eccezione per l'valuta-

zioni dell'attivo a fini di *impairment test* contabile, quando richiesto dai principi contabili adottati.

L'oggetto di valutazione ha impatto anche sulla prospettiva di valutazione:

- nel caso dell'impresa insolvente, dove oggetto di valutazione prevalente è il valore dell'attivo, occorre procedere a due stime separate che adottano rispettivamente la prospettiva dell'impresa in funzionamento e la prospettiva di liquidazione;
- nel caso dell'impresa in crisi, invece, dove oggetto di valutazione sono gli strumenti di *equity* e di debito e vi è il rischio concreto che l'impresa divenga insolvente e sia costretta alla liquidazione forzata, occorre adottare una prospettiva di valutazione mista, nel senso che quando si adotta la prospettiva di funzionamento occorre considerare anche lo scenario di insolvenza e quindi di liquidazione forzata.

Da ultimo è necessario considerare le configurazioni di valore rilevanti nel caso delle tre categorie di imprese considerate. Va premesso che per tutte le categorie di imprese le configurazioni di valore rilevanti sono in genere le seguenti:

- a) il valore di mercato;
- b) il valore di liquidazione;
- c) il valore recuperabile (valore d'uso o fair value) a fini di *impairment test*.

Le diverse configurazioni di valore possono assumere attributi diversi per le diverse categorie di imprese. In particolare:

- nel caso di imprese insolventi (ante accordi o procedura):
 - il valore di mercato può assumere due diversi attributi (valore in atto o *reorganizational value*)
 - il valore di liquidazione è sempre il valore di liquidazione forzata;
- nel caso di imprese in procedura:
 - il valore di mercato adotta una prospettiva mista che considera uno spettro molto vasto di possibili esiti della procedura o dell'accordo che vanno dal pieno successo alla liquidazione forzata;
 - il valore di liquidazione esprime il valore ricavabile da una liquidazione accelerata (e generalmente riguarda solo alcune attività o rami di azienda);
 - il valore recuperabile a fini di *impairment test*, rappresentato dal maggiore fra valore d'uso e *fair value*;
- nel caso di imprese in crisi:
 - il valore di mercato adotta una prospettiva mista che considera uno spettro molto vasto di possibili esiti della procedura o dell'accordo che vanno dal pieno successo alla liquidazione forzata ma assume due diversi attributi: *pre money* e *post money* (ovvero prima e dopo aver considerato l'effetto diluitivo dell'apporto di capitale esterno);
 - il valore di liquidazione esprime il valore ricavabile da una liquidazione ordinata o accelerata (e generalmente riguarda solo alcune attività o rami di azienda);
 - il valore recuperabile a fini di *impairment test*, rappresentato dal maggiore fra valore d'uso e *fair value*.

I tassi di sconto

Uno degli aspetti più critici della valutazione delle aziende in difficoltà finanziaria riguarda il fatto che occorre

stimare il valore di mercato o di liquidazione di attività o di business privi di mercato attivo o di società quotate comparabili. E' quindi giocoforza dover far riferimento a criteri reddituali.

Quando la configurazione di valore di riferimento è rappresentata dal valore di mercato o di liquidazione (ordinaria, accelerata o forzata), la valutazione dell'attivo (o di uno strumento di *equity*, di debito o ibrido) di un'impresa in difficoltà dovrebbe esprimere un rendimento atteso (IRR) allineato alle richieste dei partecipanti al mercato. L'IRR è funzione di dieci principali parametri:

1. la struttura finanziaria dei partecipanti al mercato. Maggiore è il peso dei mezzi propri maggiore è il rendimento atteso. Vi sono casi in cui i partecipanti al mercato sono fondi specializzati nell'acquisto di attività da imprese in crisi – i cc.dd. *vulture funds* – i quali si caratterizzano per una struttura finanziaria quasi per intero finanziata con mezzi propri;
2. la difficoltà di previsione dell'evoluzione futura dell'impresa e/o del suo mercato. Maggiore è la difficoltà di previsione maggiore è il rendimento richiesto dai partecipanti al mercato;
3. la dispersione dei possibili valori al verificarsi di scenari alternativi rispetto a quello medio atteso. Maggiore è la dispersione, a parità di flussi di cassa attesi, maggiore è il rendimento richiesto dai partecipanti al mercato;
4. la severità della perdita in cui può incorrere l'investitore nel caso del verificarsi di uno scenario negativo. Maggiore è la severità della perdita maggiore è il rendimento richiesto dal partecipante al mercato;
5. l'asimmetria informativa. I partecipanti al mercato possono soffrire di uno svantaggio informativo rispetto al venditore. Maggiore è l'asimmetria informativa maggiore è il rendimento richiesto dei partecipanti al mercato;
6. la struttura dei costi dei partecipanti al mercato. La selezione ed il monitoraggio delle opportunità di investimento di attività da parte di imprese in difficoltà richiede il sostenimento di costi. Vi sono casi in cui fondi speculativi sostengono costi anche rilevanti. Maggiori sono i costi maggiori sono i rendimenti richiesti dagli investitori, in quanto il tasso di rendimento non costituisce per loro un rendimento netto, ma un

rendimento lordo dei costi di gestione;

7. il tempo necessario per convertire in cassa le attività (o i business) oggetto di cessione. Vi sono casi in cui oggetto di valutazione sono attività che richiedono molto tempo prima di generare cassa, oppure sono business destinati ad assorbire cassa per un periodo ancora protratto. In questi casi il rendimento per l'investitore è anche funzione dei tempi e dei costi che dovranno sopportare lungo il periodo nel quale l'attività o il business non sono in grado di generare ritorni;
8. Il tempo necessario a riportare l'impresa in condizioni di risanamento. Più prolungato è il periodo, maggiore è il rischio che l'operazione di risanamento possa non avere successo; di conseguenza maggiore è il rendimento richiesto dal partecipante al mercato;
9. la natura fungibile o non fungibile dell'attività. Se si tratta di un'attività specifica (non fungibile), senza mercato attivo, il potenziale acquirente non può contare - in caso di sua incapacità di garantire all'attività un miglior uso - su una *exit way* rivendendo l'*asset* sul mercato. L'acquisto di un asset specifico, altamente illiquido, rappresenta un costo affondato per l'acquirente, con tutti i rischi che ciò comporta in caso di insuccesso dell'investimento. Maggiore è la specificità del bene (e quindi la sua illiquidità) maggiore è il tasso di rendimento richiesto dai partecipanti al mercato;
10. l'esperienza in termini di cessioni sul mercato di aziende (o di attività) simili in stato di difficoltà. Minore è l'esperienza, maggiore è il rendimento richiesto dai partecipanti al mercato.

Nelle valutazioni in condizioni ordinarie la valutazione si fonda normalmente su risultati medi attesi relativi a distribuzioni normali, che hanno la caratteristica di essere simmetriche. Nelle distribuzioni normali per ogni scenario favorevole c'è un corrispondente scena-

rio sfavorevole egualmente probabile. La distribuzione normale dei risultati attesi è raramente appropriata nei casi di difficoltà, perché il profilo di rischio non è simmetrico.

Normalmente nelle valutazioni fondate sull'approccio del reddito, il rischio specifico (diversificabile) è trattato a numeratore della formula di valutazione (nella stima dei flussi di cassa medi attesi) mentre il rischio non diversificabile è trattato nel denominatore della formula. Nel caso delle imprese in difficoltà questa regola trova dei limiti per via del fatto che la dispersione dei possibili esiti dello stato di crisi è così ampia che un investitore avverso al rischio normalmente richiede un maggior rendimento rispetto alla remunerazione normale del capitale (intendendo come remunerazione normale la remunerazione per il solo rischio non diversificabile). Così anche quando la valutazione si fonda su flussi medi attesi costruiti su uno spettro di scenari alternativi il rendimento non può essere rappresentato semplicemente dal costo del capitale che riflette la sola remunerazione per il rischio non diversificabile. Occorre aggiungere al costo del capitale un premio per il rischio (specifico), tanto più elevato, quanto maggiore è la dispersione dei possibili scenari e quanto maggiore è l'incertezza che grava sulla stima. L'incertezza è definibile come la variabilità addizionale nei flussi attesi legata al fatto che il processo di stima è incompleto o il modello di stima potrebbe non essere corretto o le stime passate hanno mostrato un errore rispetto ai dati a consuntivo. Il premio per il rischio è funzione del rischio specifico connesso allo stato di crisi ed alla riorganizzazione aziendale, tuttavia per situazioni ad elevato rischio solitamente i tassi di sconto utilizzati sono simili a quelli utilizzati dai *venture capitalist* nella valutazione di *start-up*⁶.

Il premio per il rischio specifico può alternativamente essere ricavato attraverso l'applicazione di uno sconto (definito *risk margin*) al valore ottenuto sulla base di un costo del capitale che considera solo il rischio sistematico (non diversificabile).

Il riquadro che segue presenta un semplice esempio.

⁶ In questo senso si pronuncia anche la guida AICPA "Business valuation in Bankruptcy. A nonauthoritative 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 assets 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".

Si deve stimare il valore di mercato di un'attività produttiva relativa ad un'azienda in crisi con vita residua pari a 10 anni. Le previsioni di consenso relative alla domanda del settore (ricavi) sono state disattese negli ultimi due anni, con uno scostamento medio del 30% (con una riduzione dei flussi di reddito di pertinenza dell'attività pari al 50%). La stima del valore dell'attività sulla base di un *income approach* fondato sui risultati medi attesi è pari a 100 (tale stima fa riferimento ad un costo del capitale - wacc - calcolato sulla struttura finanziaria target media di settore, 50% *equity* e 50% debito e pari al 6,25%⁷). Nello scenario più sfavorevole il valore dell'attività è pari a 20. Il costo del capitale aggiustato dovrebbe considerare una struttura finanziaria pari al 20% di debito (= 20/100) ed all'80% di *equity*, tuttavia a causa della incertezza che

grava sulla stima è necessario che l'acquirente si doti di un *buffer* di capitale aggiuntivo. L'esperto giudica appropriato un *buffer* di un ulteriore 10%. Dunque la struttura finanziaria è pari al 90% di *equity* (80% + 10%) ed al 10% di debito. Il valore medio ricalcolato sulla base del nuovo costo del capitale (wacc = 6,85%) è pari a 98 (la rettifica in aumento del costo del capitale è limitata a 65 bps e la riduzione di valore dell'attività è limitata al 2%).

Tuttavia:

a.i partecipanti al mercato in grado di finanziare ad *equity* un controvalore pari a 88,2 (=90%*98) sono molto limitati;

b. l'elevata dispersione dei risultati della valutazione comporta

Relazione rischio ed incertezza nella prospettiva del partecipante al mercato: struttura finanziaria e risk margin nella valutazione di una attività a vita definita

anni		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Flussi medi attesi		13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8
beta unlevered	1										
debito/equity	1	= 50% debito; 50% equity = struttura finanziaria target									
tc	30%										
beta levered	1,7										
risk free	2,00%										
ERP	5,00%										
coe target	10,50%										
cod *(1-tc)	2,00%										
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		13,0	12,2	11,5	10,8	10,2	9,6	9,0	8,5	8,0	7,5
a	Somma VA	100	con struttura finanziaria target								
Debito/equity	0,11	=10% debito; 90% equity = struttura finanziaria "di sicurezza"									
beta levered	1,08										
coe target	7,39%										
Wacc limite	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		12,9	12,1	11,3	10,6	9,9	9,3	8,7	8,1	7,6	7,1
b	Somma VA	98	con struttura finanziaria di sicurezza								
Valore limite scenario											
c sfavorevole	20										
d=b-c	Differenza	78									
e % scostamento inatteso	50%										
f=d*e	RISK MARGIN	39									
g = c+d-f	Valore di mercato	39									
IRR	19,60%										
Discount factor		0,836	0,699	0,585	0,489	0,409	0,342	0,286	0,239	0,200	0,167
Valore attuale		11,5	9,6	8,1	6,7	5,6	4,7	3,9	3,3	2,8	2,3
	Somma VA	59									

7 In questo riquadro per semplicità si fa riferimento nel calcolo del costo medio ponderato del capitale al modello di MM. Pertanto il beta levered è ricavato sulla base:

- della formula di Hamada con imposte: Beta levered = Beta unle-

vered x (1-tc)*D/E (dove tc = aliquota fiscale e D/E = rapporto debito finanziario netto/equity);

- di un costo del debito netto di imposta pari al tasso *risk free*.

che i partecipanti al mercato richiedano uno sconto in grado di trasferire sul venditore parte del rischio dello scenario negativo. La differenza fra valore medio e valore nello scenario negativo è pari a 78 (=98-20). C'è un rischio di errore di previsione basato sul consenso del 50%. Lo sconto richiesto dal partecipante al mercato (*risk margin*) potrebbe ragionevolmente essere pari al 50% di tale differenza.

L'esperto conclude che il valore di mercato dell'attività è pari a 59 [=20 + 78*(1-50%) = 20 + 39]. A questo prezzo il tasso interno di rendimento IRR per il partecipante al mercato risulta pari al 19,60%. Il valore di mercato pari a 59, presuppone dunque:

- un premio per il rischio struttura finanziaria pari allo 0,6% (= differenza fra wacc calcolato su struttura finanziaria "di sicurezza" e struttura finanziaria target = 6,85% - 6,25% = 0,65%);
- un premio per il rischio legato all'esigenza del partecipante al mercato di anticipare parte delle possibili perdite pari al

12,75% (pari alla differenza fra IRR e costo del capitale calcolato su struttura finanziaria di sicurezza = 19,60% - 6,85%)

- o in alternativa, il riconoscimento ai partecipanti al mercato di uno sconto [*risk margin*] commisurato allo scostamento storico fra previsioni e dati di consuntivo (nel nostro caso pari al 50%) ed alla differenza fra il valore calcolabile sulla base della struttura finanziaria di sicurezza ed il valore nello scenario più sfavorevole [= 50% x (78 - 20)] = 39.

L'esempio è riferito ad un'attività con vita residua pari a 10 anni. Se invece si trattasse di un'azienda (ovvero di un'attività a vita indefinita) la valutazione sarebbe più sensibile alla variazione di struttura finanziaria mentre l'IRR esprimerebbe un premio per il rischio implicito inferiore.

La tabella che segue illustra un esempio simile a quello precedente dove tuttavia l'oggetto di valutazione è un'azienda (a vita indefinita). Il valore dell'azienda è pari a 100 utilizzando una

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%	°										
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										

struttura finanziaria target (50% debito e 50% equity, con wacc pari al 6,25%). Con struttura finanziaria “di sicurezza” (10% debito e 90% equity, con wacc pari al 6,85%), il valore scende a 91 (-9% in luogo di -2% del caso precedente relativo ad un’attività con vita utile residua di 10 anni). Assumendo un valore minimo nello scenario limite pari a 20 (come nel caso precedente) il *risk margin* che dovrebbe essere riconosciuto al partecipante al mercato sarebbe pari a 36 [= (91-20)*50%] ed il valore di mercato scenderebbe a 56 [= 20 + 71*50%]. Il tasso interno di

rendimento sarebbe pari all’11,20% ed esprimerebbe un premio per il rischio pari al 4,35% (in luogo del’12,75%). Proprio la variabilità del premio implicito nell’IRR rende normalmente più opportuno calcolare il valore di mercato facendo ricorso al *risk margin* (sconto) piuttosto che all’incremento del costo del capitale, in quanto il *risk margin* può essere più facilmente spiegato e motivato dall’esperto. Idealmente il *risk margin* compensa il partecipante al mercato dell’incertezza, ovvero della possibilità di errore nelle stime del valore atteso.

Se la configurazione di valore ricercata è il valore di mercato o di liquidazione di un’azienda (o di un’attività riferita ad un’azienda) in crisi occorre considerare che il rendimento offerto deve riflettere anche il grado di liquidità dell’investimento (a minor liquidità si accompagna un maggior rendimento). Normalmente nella stima del *risk margin* già si considera il rischio di liquidità della specifica attività oggetto di valutazione.

Il valore di liquidazione forzata o accelerata

Il presupposto per una corretta stima del valore di liquidazione accelerata o forzata di un bene risiede innanzitutto nella identificazione delle condizioni violate per la formazione di un valore di mercato pieno, la principale delle quali è sempre rappresentata dall’esigenza del venditore di dover vendere l’attività per far fronte alle proprie obbligazioni, ma che può accompagnarsi anche ad altre condizioni violate, quali:

- la crisi del settore in cui opera l’azienda che impedisce agli acquirenti naturali (soggetti industriali operanti nello stesso settore in grado di ottenere il massimo e migliore uso del bene) di disporre delle risorse necessarie per acquisirlo;
- l’impossibilità da parte degli altri possibili acquirenti (finanziari o industriali di altri settori) di ottenere il massimo e miglior uso del bene;
- la non completa conoscenza da parte dei potenziali acquirenti delle reali condizioni del bene;
- la minore capacità dei potenziali acquirenti (finanziari o industriali o di altri settori) di valutare il bene, che si traduce in una maggiore incertezza sul valore del bene stesso;
- i maggiori costi che acquirenti non industriali devono sostenere per valutare il bene.

Le diverse condizioni “violate” hanno naturalmente un diverso impatto sul valore del bene in liquidazione accelerata o forzata in relazione a:

- le caratteristiche stesse del bene;
- i possibili acquirenti (i cc.dd. partecipanti al mercato).

Con riguardo alle caratteristiche del bene, gli aspetti di maggior rilievo attengono a:

- la fungibilità del bene, intesa come possibilità del bene di poter essere destinato ad altro uso o comunque a poter essere trasferito ad altri utilizzatori con facilità. Così ad esempio sono beni ad alta fungibilità: i titoli quotati, gli immobili non specifici, gli aerei commerciali o le motonavi da trasporto merci. Maggiore è la fungibilità del bene, minore è a parità di condizioni lo sconto da riconoscere in ipotesi liquidazione accelerata o forzata rispetto al valore di mercato;
- la qualità del bene stesso, intesa come capacità di reddito autonoma del bene, separata rispetto a quella dell’impresa in crisi (ad esempio un immobile con contratto di locazione pluriennale nei confronti di un soggetto economicamente e finanziariamente solido) oppure la rarità del bene (ad esempio un immobile con una *location* privilegiata). Maggiore è la qualità del bene, minore è a parità di condizioni lo sconto fra il valore di mercato ed il valore in ipotesi liquidazione accelerata o forzata. Nel caso di beni unici potrebbe al limite non esserci alcuno sconto;
- lo stato del bene. Maggiori sono i costi che bisogna sostenere per riportare il bene in condizioni allineate al suo normale grado di obsolescenza (c.d. costi curabili), maggiore è lo sconto fra il valore di mercato ed il valore in ipotesi liquidazione accelerata o forzata.

I partecipanti al mercato nel caso di liquidazione accelerata o forzata possono essere diversi dai partecipanti al mercato in caso di vendita ordinata. La diversità di partecipanti al mercato si traduce anche in diversità di motivazioni all’acquisto.

Di qualunque bene ci possono essere quattro principali motivazioni all’acquisto da parte dell’acquirente:

- il suo uso nelle condizioni correnti;
- il suo non uso;

- c) l'uso alternativo;
- d) la sua successiva commercializzazione (rivendita).

Le quattro motivazioni all'acquisto identificano categorie di partecipanti al mercato differenti e gradi di rischio diversi.

In particolare:

- a) l'uso del bene nelle sue condizioni correnti e il suo non uso riguardano normalmente partecipanti al mercato di natura industriale, appartenenti allo stesso settore in cui opera l'impresa in crisi (*strategic buyer* dello stesso settore);
- b) l'uso alternativo del bene riguarda partecipanti al mercato di natura industriale appartenenti ad altri settori (*strategic buyer* di altri settori);
- c) la commercializzazione del bene riguarda dealer o investitori finanziari (*financial buyer*).

Normalmente si può sostenere che:

- a) gli *strategic buyer* dello stesso settore sono in grado di garantire il massimo e miglior uso al bene, a rischi inferiori;
- b) gli *strategic buyer* di altri settori non sono in grado di garantire il massimo e miglior uso del bene e sostengono i rischi della conversione d'uso;
- c) i *dealer* ed i *financial buyer* assumono il rischio di non riuscire a vendere il bene alle condizioni e nei tempi sperati.

Se la crisi non ha colpito solo la specifica azienda costretta alla liquidazione accelerata o forzata, ma l'intero settore cui appartiene è probabile che gli *strategic buyer* dello stesso settore non dispongano delle risorse necessarie ad acquistare il bene (o l'azienda in crisi). L'eccesso di indebitamento e lo stato di crisi del settore preclude quindi ai

soggetti che teoricamente sarebbero in grado di garantire il massimo e migliore uso al bene di poterlo acquistare. Una delle ragioni per cui anche beni ad alta fungibilità possono evidenziare pesanti sconti nei casi di liquidazione accelerata o forzata va ricondotto proprio allo stato di crisi del settore ed al fatto che la natura fungibile delle attività ha favorito nella precedente fase espansiva la disponibilità di finanziamenti a titolo di debito, con l'effetto di generare una sovra-capacità nel settore, la quale al verificarsi di una contrazione della domanda innesca una spirale di vendita di attività a prezzi decrescenti per l'assenza di *buyers* strategici operanti nello stesso settore, divenuti finanziariamente vulnerabili a causa dell'eccesso di indebitamento⁸. Una delle cause degli sconti dei beni altamente fungibili sarebbe proprio dovuta al fatto che i finanziatori in fasi espansive non applicano sufficienti margini di garanzia per includere gli sconti ai quali sarebbero costretti in caso di recupero del credito a seguito di liquidazioni forzate in contesti di crisi del settore⁹ (ignorando il c.d. *fire sales effect* il livello di indebitamento risulta socialmente inefficiente¹⁰).

In linea generale si può sostenere che minore è lo spettro delle categorie dei possibili partecipanti al mercato, minore è il prezzo realizzabile in una liquidazione accelerata o forzata; per quattro ordini di ragioni:

- a) perché minori sono le categorie di potenziali acquirenti, minore è la liquidità del bene;
- b) perché al di fuori dell'uso corrente del bene, il valore ricavabile dal bene è più incerto (*inherent risk*);
- c) perché gli operatori estranei al settore in genere dispongono di minori competenze per valutare il bene (*valuation risk*);
- d) perché gli operatori estranei al settore dispongono anche di minori informazioni e dunque la valutazione del bene è più costosa e normalmente gli

8 Kiyotaki e Moore hanno sviluppato un modello macroeconomico dei cicli creditizi che spiega bene il meccanismo autorinforzantesi di perdite di valore di beni che possono essere offerti a garanzia dei finanziatori creditizi (collateral). Nel loro modello considerano un unico bene altamente fungibile "terreni" ed ipotizzano due categorie di possibili acquirenti: "aziende agricole" e "investitori". Le aziende agricole sono i c.d. *high-valuation users* (ovvero i soggetti in grado di estrarre un valore superiore dall'uso dei terreni). Normalmente le aziende agricole si indebitano per acquistare i terreni ed offrono a garanzia i terreni a finanziatori a titoli di debito. Se si manifesta uno shock avverso in grado di ridurre la capacità di reddito delle aziende agricole, il valore dei loro mezzi propri scende e le aziende agricole non possono più mantenere il precedente livello di indebitamento (troppo elevato). Poiché tutte le aziende agricole sono nella stessa situazione e per ridurre l'indebitamento tutte devono vendere dei terreni, sono costretti a venderli agli investitori che

hanno della capacità di debito ancora inutilizzata ma che non sono in grado di offrire un uso egualmente produttivo al terreno. Così il prezzo dei terreni scende e genera ulteriori perdite di valore del patrimonio delle aziende agricole (a prezzi di mercato i terreni molto meno di quanto non fosse il costo storico e ciò induce perdite). Il processo si ferma solo quando i prezzi scendono ad un livello tale che le aziende agricole finanziariamente più solide ricominciano a comprare terreni. Kiyotaki, Nobuhiro, John Moore, 1997, "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, 105 (2): 211-48

9 Le ragioni per cui i finanziatori a titolo di debito si comportano in questo modo, possono essere ricondotte alla presenza di costi di agenzia. Maggior indebitamento a breve (*debt overhang*), consentirebbe al finanziatore di controllare le scelte del management anche in fasi espansive, al prezzo tuttavia di un costo rilevante nelle fasi recessive.

10 In questo senso cf. Lorenzoni, Guido, 2008, "Inefficient Credit Booms" *Review of Economics Studies*, 75 (3): 809-33

acquirenti tendono a farsi riconoscere nel prezzo di acquisto tutti i costi sostenuti per valutarlo.

Un caso particolare è rappresentato dai c.d. *vulture investors*, ovvero investitori specializzati in crediti nei confronti di società in crisi (*distressed claims*). Frequentemente questi investitori acquistano dal ceto bancario i crediti da questo detenuti nei confronti dell'impresa in crisi, consolidando i crediti in "blocchi". Il ritorno dell'investimento è conseguenza di tre possibili strategie dei *vulture investors*:

- a) garantire un miglior uso delle attività, ottimizzandone la gestione (è questo il caso in cui i *vulture investors* impongono un cambio manageriale o propongono direttamente un loro piano di ristrutturazione o convertono debiti in azioni acquisendo il controllo della società o sottoscrivano aumenti di capitale iper-diluitivi per gli attuali azionisti);
- b) adottare soluzioni di risoluzione della crisi che consentano loro di acquisire una maggiore percentuale dei proventi da cessione (è questo il caso in cui i *vulture investors* detengono percentuali di crediti sufficienti a bloccare piani di riorganizzazione che non condividono o il caso in cui ottengono una segregazione dell'attivo dell'impresa in crisi);
- c) Adottare una strategia di attesa fondata su una ripresa del ciclo (è questo il caso in cui il debito può essere acquisito a prezzi molto sottovalutati, in virtù dell'inefficienza del mercato dei crediti in sofferenza o UTP o dei *distressed bonds*).

Queste strategie espongono gli investitori oltre che a rischi economici in senso stretto, anche a rischi di natura legale, riconducibili a tempi e condizioni di risoluzione della crisi, rispetto ai quali i *vulture investors* richiedono di essere remunerati. Accade così che i debiti delle aziende in crisi esprimano valori di mercato anche significativamente inferiori ai valori stimati recuperabili dall'esperto in liquidazione accelerata o forzata.

L'esperto nella stima dello sconto da applicare al valore di mercato del bene per giungere al valore di liquidazione ordinaria o forzata deve considerare che le caratteristiche del bene e dei partecipanti al mercato influenzano significativamente la dimensione dello sconto e che pertanto occorre molta cautela nell'uso di misure forfaitarie di

sconto desunte da prassi o da vendite in asta di beni solo parzialmente confrontabili ed in condizioni di mercato diverse. La stima dello sconto, come si è chiarito nel paragrafo precedente dovrebbe fondarsi su una attenta analisi delle specifiche caratteristiche del bene e dei possibili partecipanti al mercato. Lo sconto è funzione di specifici fatti e circostanze.

Una ulteriore causa di sconti fra il valore di mercato ed il valore di liquidazione forzata attiene ai tempi necessari per organizzare la vendita. Spesse volte i beni devono essere venduti attraverso un'asta pubblica e possono trascorrere dei mesi fra la data della valutazione e la data dell'offerta in asta del bene. In situazioni di crisi di settore e di mercato, l'esperto chiamato a stimare il valore di possibile realizzo del bene deve considerare il rischio che le condizioni possano peggiorare a causa della esigenza di altri operatori di vendere beni simili e che lo sconto rispetto al valore di mercato corrente possa quindi risultare più ampio. E' frequente in condizioni di crisi (di settore e/o di mercato) generalizzate l'instaurarsi di spirali di prezzi al ribasso. La principale causa è dovuta, oltre che al venir meno di *strategic buyer*, alla volontà di eventuali arbitraggisti di mantenersi liquidi in attesa di ulteriori flessioni di prezzo ritenute altamente probabili. Vi è infatti l'evidenza in letteratura che l'offerta di un numero crescente di beni sul mercato conduca a prezzi decrescenti e a politiche di cessione in blocco che a loro volta rafforzano il trend decrescente dei prezzi¹¹.

Conclusioni

Le valutazioni di aziende o di singole attività (relative ad aziende) in difficoltà richiedono di affrontare problematiche specifiche che non ricorrono in altri incarichi valutativi. Si può sostenere che le valutazioni di aziende (o di attività relative ad aziende) in difficoltà normalmente siano più imprecise delle valutazioni in condizioni ordinarie e che tale imprecisione sia connessa allo stato di difficoltà (c.d. *inherent risk*), per via ad esempio: della elevata volatilità d'ambiente, di fonti informative limitate o inaffidabili, della difficoltà di prevedere, di discontinuità che è necessario introdurre per arrestare il declino dell'impresa, ecc. A tale rischio, tuttavia, se ne aggiunge un altro che riguarda la valutazione vera e propria (c.d. *valuation risk*), per via ad esempio: di tempo limitato, di inapplicabilità di alcuni criteri valutativi, di assenza di comparabili, ecc.

11 Cfr. Pulvino T. 1998, *Do asset fire-sales exist? An empirical investigation of commercial aircraft transactions*, Journal of Finance, 47, 1343-1366

In linea generale la valutazione di aziende (o di attività relative ad aziende) in difficoltà presenta maggiori criticità rispetto alla valutazione di aziende in condizioni ordinarie, sotto tre principali profili:

- *Complessità*. La maggiore complessità riguarda il fatto che sono utilizzabili solo alcuni metodi di valutazione e/o la qualità/incompletezza/volatilità dei dati di input e/o le *assumptions* che devono essere utilizzate;
- *Soggettività di giudizio*. La identificazione del valore richiede una dose maggiore di giudizio rispetto ad altre valutazioni relativamente al percorso valutativo seguito (la c.d. architettura dell'impianto

valutativo) che è funzione degli specifici fatti e circostanze;

- *Incertezza valutativa*. I valori oggetto di stima possono presentare una rilevante dispersione (*range* molto ampi) e definire un valore puntuale entro un *range* disperso può risultare difficile.

Di qui la necessità di definire percorsi di analisi condivisi nell'affrontare le difficoltà proprie di una valutazione di aziende (o di attività relative ad aziende) in stato di difficoltà (c.d. *inherent risk*) e nel minimizzare il rischio valutativo (c.d. *valuation risk*). L'articolo ha sunteggiato i principali step del percorso di analisi suggeriti dal Documento OIV in corso di elaborazione.