

la **Valutazione** delle **Aziende**

LUGLIO
2019

VOLUME
1

2

▶ **LA NUOVA VESTE
DELLA RIVISTA**
MAURO BINI

5

▶ **QUALI SONO LE SFIDE
CHE LA VALUTAZIONE
D'AZIENDA È CHIAMATA
AD AFFRONTARE?**
MAURO BINI

13

▶ **L'USO DELL'INFORMAZIONE
FINANZIARIA PROSPETTICA
NELLA VALUTAZIONE
DELLE AZIENDE**
MAURO BINI, NUNZIO VISCIANO

26

▶ **LA VALUTAZIONE DEI DANNI CONNESSI
AD ATTIVITÀ AZIENDALI:
ALCUNE ANTICIPAZIONI**
GUALTIERO BRUGGER

33

▶ **LE VALUTAZIONI NELLE CRISI E NELLE
SITUAZIONI DI INSOLVENZA DELLE IMPRESE**
MAURO BINI

Direttore Onorario:

Luigi Guatri

Direttore Responsabile:

Mauro Bini (*Università Bocconi*)

Comitato Editoriale:

Gualtiero Brugger (*Università Bocconi*)

Fabio Buttignon (*Università di Padova*)

Mario Cattaneo (*Università Cattolica*)

Enrico Laghi (*Università La Sapienza*)

Raffaele Marcello (*CNDCEC*)

Piergaetano Marchetti (*Università Bocconi*)

Mario Massari (*Università Bocconi*)

Giovanni Petrella (*Università Cattolica*)

Editing and publishing a cura di



LA NUOVA VESTE DELLA RIVISTA FONDATA DAL PROF. LUIGI GUATRI

DI MAURO BINI

Questo è il primo numero della nuova veste della “storica” rivista fondata dal Prof. Luigi Guatri 25 anni or sono con lo specifico obiettivo di disporre di uno strumento di confronto e di aggiornamento sulle problematiche di maggiore rilievo nel campo della valutazione di aziende, di partecipazioni, di titoli azionari, di beni intangibili per diverse finalità. La Valutazione d’Azienda come disciplina è uno dei tanti campi di Finanza (aziendale) applicata. E come qualsiasi disciplina di natura empirica deve nutrirsi del confronto fra accademia e professione.

L’Organismo Italiano di Valutazione - OIV, che pure è una creatura del Prof. Guatri, ha deciso - unitamente al CNDCEC - di rilanciare la rivista rinnovandone la veste grafica e le modalità di distribuzione (ora solo *on-line*), di frequenza di pubblicazione (semestrale) e di fruizione (scaricabile liberamente dal sito della Fondazione OIV: www.fondazioneoiv.it).

Di questa “nuova” rivista il Prof. Luigi Guatri è Direttore Onorario. Io ne sono il Direttore Responsabile. Mi affianca un comitato editoriale di prestigio costituito da (in ordine alfabetico):

- Gualtiero Brugger (Università Bocconi)
- Fabio Buttignone (Università di Padova)
- Mario Cattaneo (Università Cattolica)
- Enrico Laghi (Università La Sapienza)
- Raffaele Marcello (CNDCEC)
- Piergaetano Marchetti (Università Bocconi)
- Mario Massari (Università Bocconi)
- Giovanni Petrella (Università Cattolica)

Nell’editoriale del primo numero di una nuova rivista il Direttore Responsabile è chiamato a chiarirne la missione e la linea editoriale. E’ un compito al quale non voglio sottrarmi.

Missione

Essendo l’unica rivista in lingua italiana specificamente rivolta alla valutazione delle aziende, la missione -già tracciata dal suo Fondatore - consiste nel fungere da stimolo per il confronto fra accademia e professione su temi nuovi. Per questa ragione la rivista ospiterà articoli, tavole rotonde, dibattiti e confronti, privilegiando quei temi

dove non si è ancora consolidata una *best practice*. La rivista svolgerà anche l’importante ruolo di segnalazione ad OIV dei temi che, da un lato, richiedono un approfondimento da svolgersi attraverso l’attivazione di gruppi di lavoro specifici e la pubblicazione di *Discussion Paper* e, dall’altro, non sono coperti dai principi di valutazione (PIV o IVS) e potrebbero richiederne l’ampliamento o la revisione. La rivista permetterà anche ad OIV di aggiornare i lettori sugli sviluppi dei gruppi di lavoro già avviati, così da consentire ai lettori di partecipare attivamente al *due process* inviando lettere di commento alle bozze di *Discussion Paper*.

La valutazione d’azienda è sollecitata di continuo a rispondere alle problematiche che scaturiscono dall’evoluzione dei modelli competitivi e di business, dallo sviluppo dei mercati finanziari, dalle modifiche regolamentari o nei principi contabili, ecc. La rivista dovrà svolgere un ruolo attento di monitoraggio e di segnalazione degli aspetti critici di questa evoluzione. Come in tutte le discipline di natura applicata la sistemazione teorica progredisce a salti e nelle “fasi di mezzo” si è chiamati ad affrontare problematiche che né i paradigmi né le prassi consolidate consentono di risolvere. Per questa ragione partire dai problemi - o dalle “anomalie” come li definiscono gli accademici - è la migliore via per stimolare l’individuazione di soluzioni robuste.

Soluzioni robuste non solo presuppongono solide basi teoriche, ma anche un’attitudine al confronto che scaturisce dalla consapevolezza che in tema di valutazione d’azienda vi sia poco o nulla di definitivo. Consapevolezza che in genere matura con il progredire della competenza e dell’esperienza, ma che occorre trasferire con forza anche a chi muove i primi passi nella professione. La rivista

intende essere l'Agorà virtuale degli esperti di valutazione del nostro Paese, capace di attrarre le migliori competenze a confrontarsi esponendo e discutendo di problemi che prassi e paradigmi consolidati non sono in grado di risolvere in forma soddisfacente.

La rivista intende essere anche lo strumento attraverso cui contrastare la tendenza alla banalizzazione del processo valutativo sempre più confinato alla mera applicazione di formule e di multipli. Arrendersi all'impoverimento della qualità delle valutazioni ("lower the bar") come conseguenza della deplorable trasformazione dell'attività da professione ad industria, equivarrebbe non solo a declassare la valutazione d'azienda da disciplina scientifica ad un insieme di tecniche consolidate, ma anche a tradire la missione originaria della rivista fondata dal Prof. Guatri. Ciò in un momento storico in cui in tutto il mondo iniziano a manifestarsi segni di insoddisfazione verso valutazioni di povera qualità, non solo da parte dei *regulator*, ma anche e soprattutto da parte di talune categorie di committenti (amministratori indipendenti, organi di controllo societari) non più disponibili a delegare la valutazione a soggetti specializzati limitandosi a recepirne il risultato, ma interessati a comprendere come si sia giunti al risultato da cui dipendono le decisioni più rilevanti, irreversibili e/o complesse che sono chiamati ad assumere. La rivista intende contribuire ad accrescere la qualità delle valutazioni ("raise the bar"), promuovendo una maggiore attenzione alla sostanza piuttosto che alla forma delle valutazioni. Ciò richiederà di dare spazio anche a temi scomodi, quali: il grado di effettiva trasparenza delle valutazioni, i contenuti minimi di analisi fondamentale, la ragionevolezza della base informativa utilizzata, l'effettiva indipendenza di alcuni categorie di soggetti che si occupano di valutazione, il profilo di responsabilità dell'esperto e di conseguenza i *disclaimer* accettabili e non accettabili in relazione all'incarico affidato. Un dibattito ancora del tutto assente nel nostro Paese, che la rivista vuole avviare nella consapevolezza che buone valutazioni, vogliono innanzitutto una buona

professione. Nel campo delle valutazioni come in tutti gli ambiti in cui è coinvolto l'interesse pubblico, il mercato lasciato senza regole fallisce: progressivamente si afferma una sorta di legge di Gresham secondo cui "valutazione cattiva" scaccia "valutazione buona". Di ciò vi è crescente consapevolezza anche da parte dei *regulator*.

La circostanza che la rivista sia stata promossa oltre che da OIV anche dal CNDCEC assume in questa prospettiva un importante significato, in quanto fornisce un chiaro endorsement alla missione di contribuire ad accrescere la qualità delle valutazioni.

Linea editoriale

Il progresso delle discipline sociali evolve per fasi caratterizzate dall'alternarsi di sistemazioni teoriche generali, seguite da fasi in cui prevalgono le anomalie ed i modelli non forniscono più risultati soddisfacenti. In occasione del *Presidential Address* dell'*American Finance Association* John H. Cochrane affrontando il tema dei tassi di sconto si esprimeva così¹: "Da principio era il caos. Gli operativi pensavano che rendimenti elevati scaturissero esclusivamente dalle competenze dei gestori di portafoglio. Poi venne il CAPM e divenne evidente che qualsiasi strategia portafoglio che puntasse a rendimenti elevati si caratterizzasse anche per beta elevati. Poi sono scopiate le anomalie e si è tornati di nuovo nel caos".

Nelle fasi di "caos" si acquisiscono le divergenze fra accademia e professione perché quest'ultima soffre di una naturale maggiore inerzia e stenta a prendere le distanze da prassi consolidate. L'esempio più recente, sempre nel campo dei tassi di sconto, riguarda il confronto anche acceso che è in corso negli Stati Uniti sull'uso dello *small size premium* nella stima del costo del capitale: dove la posizione accademica prevalente sostiene che il premio sia ormai scomparso e che la professione continui ad abusarne in virtù di prassi consolidate ormai superate dalle evidenze scientifiche più recenti².

1 John H. Cochrane, Discount rates, *The Journal of Finance*, Vol. LXVI, n. 4, August 2011, pag. 1047-1108.

2 For decades, analysts and investors have bought into the idea of a small cap premium, i.e., that stocks with low market capitalizations can be expected to earn higher returns than stocks with higher market capitalizations. For investors, this has led to the pursuit of small cap stocks and funds for their portfolios, and for analysts, it has translated into the addition of "small cap" premiums of between 3-5% to traditional model-based expected returns, for companies that they classify as small cap. While I understand the origins of the practice, I question the adjustment for three reasons:

- On closer scrutiny, the historical data, which has been used as the basis of the argument, is yielding more ambiguous results and leading us to question the original judgment that there is a small cap premium.

- The forward-looking risk premiums, where we look at the market pricing of stocks to get a measure of what investors are demanding as expected returns, are yielding no premiums for small cap stocks.
- If the justification is intuitive, i.e., that smaller firms are riskier than larger firms, much of that additional risk is either diversifiable, better adjusted for in the expected cash flows (instead of the discount rate) or double counted.

The small cap premium is a testimonial to the power of inertia in corporate finance and valuation, where once a practice becomes established, it becomes difficult to challenge, even if the original reasons for it have long since disappeared. Aswath Damodaran, *The small cap premium: where is the beef?* Musings on Markets, April 11, 2015

(<http://aswathdamodaran.blogspot.com/2015/04/the-small-cap-premium-fact-fiction-and.html>)

Ciò accade perché la professione ha bisogno di “*reference point*” ed è disposta ad abbandonare i riferimenti del passato solo quando se ne consolidano di nuovi. Ma per consolidare nuovi riferimenti sono necessari: condivisione, confronto e dibattito. Occorre maturare la

convinzione che taluni riferimenti ereditati dal passato hanno perso la loro validità e che per affrontare nuove sfide occorre sviluppare nuovi riferimenti. Quale strumento meglio di una rivista può aiutare a far maturare tali consapevolezze?

QUALI SONO LE SFIDE CHE LA VALUTAZIONE D'AZIENDA È CHIAMATA AD AFFRONTARE?

DI MAURO BINI

Premessa

Nell'editoriale del primo numero della nuova Rivista ho ritenuto opportuno cercare di rispondere all'interrogativo: "quali sono le sfide che la valutazione d'azienda è chiamata ad affrontare?".

Ho provato a rispondere a questo interrogativo cercando di identificare quali fossero i punti di riferimento ereditati del passato che in maggiore o minore misura sono venuti meno. Ho individuato quattro principali aree nelle quali ritengo che la valutazione d'azienda abbia perso *reference points*:

- a) le tecniche valutative;
- b) i mercati finanziari;
- c) i modelli di business;
- d) i principi contabili e la regolamentazione.

Se si vuole comprendere quali saranno i problemi che la professione dovrà affrontare nel prossimo futuro, bisogna partire proprio da qui.

Le tecniche valutative

La valutazione d'azienda "moderna" si è affermata con il criterio reddituale puro. Il concetto che il valore fosse funzione della capacità di reddito dell'impresa e non invece della sua dotazione patrimoniale ha rappresentato un elemento di rilevanza assoluta. Con esso si è affermato il concetto di valore di capitale economico, contrapposto al valore contabile.

L'idea alla base del criterio reddituale puro ($W = R/i$) come base della stima del valore di capitale economico è semplice: il valore d'impresa è funzione della capacità di reddito corrente (o prevista a breve termine) ed è quindi sulla misura di reddito normale da proiettare in perpetuo che si gioca la qualità della valutazione. Nei primi manuali di valutazione d'azienda di Luigi Guatri, il tasso di capitalizzazione (=i) era sostanzialmente dato, differenziato per categoria d'impresa (manifattureria,

commerciale o di servizi), ma definito da un *range* abbastanza ristretto, funzione della redditività media storica di lungo periodo delle aziende delle diverse categorie. Ciò costringeva l'esperto a concentrarsi sulla stima del numeratore della formula (il reddito normale), nella convinzione che l'eventuale rischio eccedente rispetto alla misura normale di costo del capitale dovesse tradursi in una maggiore prudenza nella stima del reddito normale. Il reddito da capitalizzare esprimeva già una misura di valore: la sua capitalizzazione ad un tasso dato costituiva semplicemente la traduzione di un flusso in uno *stock*. E' il medesimo concetto che Fischer Black, da par suo, affermerà in uno storico articolo sul *Financial Analyst Journal* intitolato *The Magic in Earnings: economic earnings versus accounting earnings*¹ nel quale identificava come strada maestra per la stima del valore d'impresa l'identificazione di un reddito economico che fosse di per sé una misura di valore e come tale traducibile in valore d'impresa sulla base di un multiplo Prezzo/utile costante (eguale per tutte le imprese della stessa categoria che, nella prospettiva del criterio reddituale puro, coincide con il reciproco del tasso di sconto = $1/i$). Poiché i multipli sono funzione della crescita e del rischio, Fischer Black sosteneva che usare un multiplo costante obbliga a sforzarsi di catturare nel reddito economico anche gli altri due elementi che, unitamente al reddito corrente, determinano il valore d'impresa (crescita e rischio). Più tardi Luigi Guatri introdurrà il concetto di risultato economico integrato (*permanent earnings*) ovvero una configurazione di reddito economico che cattura il rischio e la crescita attraverso la variazione di valore degli intangibili dell'impresa. L'idea di fondo (sia che si faccia riferimento al criterio reddituale puro, sia che si faccia riferimento al risultato economico integrato), è sempre la medesima: l'esperto deve identificare una misura di reddito economico in grado di esprimere una dimensione di valore. Una volta stimato quel reddito il compito valutativo è sostanzialmente risolto. E' sulla base di questa intuizione che gli esperti di valutazione sono stati per lungo tempo esperti di analisi fondamentale prima ancora che esperti di finanza.

1 Fischer Black, *The magic in Earnings: Economic Earnings versus Accounting earnings*, FAJ, November-December 1980, pag. 19-24

La principale difficoltà del criterio reddituale puro è sempre stata la difficoltà di incorporare la crescita nel reddito da capitalizzare e quando la crescita è divenuta un *driver* di valore imprescindibile, il criterio reddituale puro e le sue varianti sono stati progressivamente scalzati dai criteri finanziari: *in primis* il DCF. I criteri finanziari, hanno per certi versi deresponsabilizzato gli esperti di valutazione sul fronte dell'analisi fondamentale, nel senso che la valutazione ha finito per appoggiarsi ai piani delle imprese e gli esperti hanno iniziato a considerare come dati i flussi di cassa dei piani e ad interessarsi ai tassi di sconto, consapevoli che i piani potevano presentare gradi di incertezza e di aggressività che occorreva compensare con tassi di sconto crescenti. Questa impostazione - che ha visto negli Stati Uniti la sua massima espressione (con l'uso di piani ad orizzonte anche decennale) - ha comportato una progressiva crescita dei tassi di sconto con la diffusione di criteri di stima non solo disancorati dai modelli teorici prevalenti (il CAPM) - si pensi all'*adjusted CAPM*² - ma anche dalla redditività storica delle imprese. Così nel tentativo di compensare l'aggressività dei piani si è finito per perdere i punti di riferimento tradizionali ed hanno iniziato a diffondersi misure di costo del capitale a due cifre prive di riscontri di mercato (storici o prospettici). Se in precedenza il fulcro della valutazione era il reddito normalizzato o integrato (dato il tasso di sconto) ora il fulcro della valutazione era diventato il tasso di sconto (dati i flussi di cassa del piano), con due principali conseguenze:

- a) poiché la scelta del tasso di sconto equivale alla scelta di un multiplo, si è abbandonata l'idea di un multiplo costante eguale per tutte le imprese della stessa categoria e ci si è orientati verso tassi di sconto (e multipli) *entity specific* la cui ragionevolezza fosse da ricercare in riscontri di mercato finanziario (il risultato della stima del DCF messo a rapporto con il reddito corrente doveva esprimere un multiplo implicito allineato alle misure correnti di mercato finanziario di società comparabili). Le competenze professionali si sono così spostate dall'analisi fondamentale a competenze di mercato (presidiate dalle banche d'affari) ed il DCF si è accompagnato sempre più al criterio dei multipli come criterio di controllo;
- b) poiché i piani venivano assunti come dati, hanno

iniziato a diffondersi *disclaimer* volti a limitare la responsabilità dell'esperto, ben oltre quanto l'analista fondamentale aveva mai ritenuto necessario richiedere. La presa di distanza dall'informazione di fonte aziendale ha finito sempre più con l'avvicinare le valutazioni compiute sulla base di informazione privata a quelle compiute sulla base di informazione pubblica. Non è un caso che multipli e DCF siano da sempre gli strumenti di elezione degli *equity analysts*.

I criteri finanziari hanno iniziato a mostrare i loro limiti quando ci si è resi conto del peso spropositato che finivano per attribuire al valore terminale, ovvero al flusso di cassa previsto oltre il periodo di previsione esplicita. Si è così iniziato a comprendere che il DCF finiva con il corrispondere ad un'applicazione del criterio reddituale puro ai redditi più lontani nel tempo - i redditi dell'ultimo anno di piano - di solito significativamente più elevati dei redditi correnti. La conseguenza è stata una implicita trasformazione della natura del valore stimato: dal valore in atto del criterio reddituale puro si è passati al valore potenziale del DCF. Fino a quando i valori di mercato (favorevole una fase espansiva degli indici di borsa) hanno espresso valori potenziali, i criteri finanziari hanno vissuto un periodo di grande successo. Sino al punto che, anche negli Stati Uniti dove l'analisi fondamentale aveva avuto in Graham e Dodd³ la migliore tradizione, il valore intrinseco (o di capitale economico) non ha più rappresentato una configurazione di valore rilevante essendo completamente sostituita dal valore di mercato.

I criteri finanziari sono andati in crisi quando i valori potenziali non sono stati più riconosciuti nei prezzi di mercato. A questo punto il DCF non forniva più multipli impliciti ragionevoli ed il criterio dei multipli finiva con il trasformarsi da criterio di controllo a criterio principale, con tutti i limiti che questo diverso ruolo comportava (mancanza di società comparabili, ecc.).

E' giunta quindi la fase dei criteri di valutazione misti (in primis l'*Economic Value Added*) il cui principale vantaggio consisteva nel ridurre (ed al limite annullare) il peso del valore terminale. I criteri misti hanno riportato l'attenzione sull'analisi fondamentale, ma anziché orientare l'esperto alla ricerca di un reddito economico o integrato,

2 L'*Adjusted CAPM* rappresenta un *framework* nel quale sono compiuti degli aggiustamenti in aumento (nella forma di premi per il rischio addizionali) ai risultati del tradizionale *Capital Asset Pricing Model* per incorporare rischi aggiuntivi rispetto alla volatilità ed alla correlazione dei rendimenti del titolo con il mercato. Esempi di

premi per il rischio addizionali includono rischi relative alla *size*, al *country-risk* ed al c.d. *company-specific risk*.

3 Benjamin Graham, David L. Dodd and Sidney Cottle, *Security Analysis: principles and technique*, Mc Graw Hill, NY, 1962.

hanno attivato l'attenzione su due nuove variabili: la misura dell'extrareddito e la durata del vantaggio (o dello svantaggio) competitivo (CPA- *Competitive Advantage Period*). Poiché il valore d'impresa è ottenuto per somma di due componenti - lo stock di capitale contabile ed il valore attuale degli *extraredditi* (*residual income*) - se il vantaggio competitivo è destinato ad esaurirsi, la stima degli *extraredditi* assume un orizzonte definito e viene meno l'esigenza di stimare un valore terminale. Con l'applicazione di questo metodo anche il tasso che rappresenta la remunerazione normale del capitale rispetto alla quale calcolare l'*extrareddito* deve essere riportato ad una dimensione "fondamentale" (non può rappresentare una remunerazione che l'industria non è mai stata in grado di esprimere).

Ben presto tuttavia anche i criteri misti hanno mostrato i loro limiti: essendo criteri *accounting based* soffrono infatti dei limiti propri della rappresentazione contabile. Imprese con una dotazione non trascurabile di intangibili formati internamente sono destinate a mantenere l'*extrareddito* nel tempo, semplicemente perché l'*extrareddito* è calcolato su una misura di capitale investito sottostimata dalla mancata rappresentazione del valore degli intangibili. La proiezione all'infinito dell'*extrareddito*, da un lato, ha fatto venire meno il principale vantaggio del criterio misto rispetto al criterio reddituale puro che consiste nell'evitare di stimare il valore terminale, dall'altro ha svuotato di significato l'analisi della durata del vantaggio competitivo.

Si è quindi tornati a criteri di valutazione fondati sui flussi, facendo perno questa volta sulla proprietà additiva del valore. Il valore d'azienda può essere concepito come somma di due componenti: il c.d. valore *steady state* (ottenuto per capitalizzazione del reddito corrente normalizzato) ed il valore attuale delle future opportunità di investimento. Per questa via si è cercato di ovviare al principale limite del criterio reddituale puro (la difficoltà di catturare la crescita): infatti il criterio fondato sulla proprietà additiva del valore finisce con l'essere la riproposizione del criterio reddituale puro (per la componente di valore *steady state*) corretto di un addendo che è funzione delle concrete prospettive dell'impresa di realizzare investimenti in grado di generare sovraredditi. Anche questo criterio ha mostrato gravi limiti, riconducibili al fatto che la proprietà additiva del valore, pur ineccepibile

teoricamente, non riflette la dinamica dell'economia delle imprese al di fuori di situazioni di stabilità competitiva.

La competizione fra imprese ha mostrato infatti come il valore *steady state* (ovvero la proiezione in perpetuo della capacità di reddito corrente) non possa costituire un *floor* di valore, al quale eventualmente sommare il valore delle opportunità di crescita future. L'arena competitiva produce infatti imprese vincenti ed imprese perdenti e l'ipotesi (implicita nel modello valutativo) che l'impresa conservi nel tempo la sua capacità di reddito (su cui si fonda il valore *steady state*) è un "*false friend*"⁴. La capacità di reddito corrente può essere conservata solo se l'impresa è in grado di mantenere il vantaggio competitivo nel tempo: ma l'esperienza mostra come le imprese consumino le fonti di vantaggio competitivo e solo alcune siano in grado di rigenerarle su basi nuove. Così non esiste un valore *steady state* cui sommare il valore delle future opportunità di crescita (un'impresa competitivamente ferma arretra), quanto piuttosto un valore destinato inercialmente a consumarsi e solo in alcuni casi ad essere sostituito e superato da un valore di nuova formazione (comunque per sua natura molto più incerto).

La breve panoramica offerta sulla evoluzione nel tempo delle tecniche valutative mostra come: da un lato, sia stata scandita dal venir meno dei punti fermi di ancoraggio di ciascun criterio, di volta in volta rappresentato: dal reddito normale, dal piano, dalla durata del vantaggio competitivo, dalle future opportunità di crescita, dal reddito corrente e dai prezzi di mercato di società comparabili; e dall'altro, abbia sempre e comunque riguardato modelli "statici" di valutazione.

Di fronte al progressivo venir meno di punti di ancoraggio solidi, la valutazione d'azienda è oggi alla ricerca di un approccio olistico in grado di superare la dimensione statica dei precedenti modelli. In fondo il valore non può che essere funzione della capacità dell'impresa di competere, perché da tale capacità discendono anche le prospettive di crescita ed il rischio. Poiché la capacità dell'impresa di competere è funzione non solo delle risorse di cui dispone alla data della valutazione, ma anche della sua capacità di rigenerare le risorse necessarie e di attrarne di nuove, valutare un'azienda implica la capacità di mappare le risorse d'impresa e di rappresentarne la dinamica nel tempo. Come già si scriveva in precedenza,

4 Il termine *false friends* è usato per riferirsi a termini in lingua inglese che assomigliano a termini italiani ma hanno un diverso significato. Ad esempio "terrific" che in inglese significa meraviglioso è un *false friend*. Allo

stesso modo il valore *steady state* è un *false friend* in un contesto dove le condizioni competitive non sono stabili (*steady*) e le posizioni competitive destinate a modificarsi anche significativamente in tempi rapidi.

ogni impresa si caratterizza per una dinamica inerziale di progressivo consumo delle fonti di vantaggio competitivo, cui corrisponde una progressiva riduzione della capacità di reddito in atto cui si accompagna la ricerca di nuove fonti di vantaggio competitivo e di nuovo reddito (potenziale). Naturalmente “vecchie” e “nuove” fonti di reddito si caratterizzano per profili di rischio molto diversi che richiederebbero anche tassi di sconto molto diversi. Dentro ad ogni impresa occorrerebbe rappresentare quella parte di impresa destinata a morire e quella parte d’impresa destinata a sostituirla.

I mercati finanziari

Sino a quando i mercati finanziari erano poco sviluppati, prezzi e valori si “incrociavano” molto raramente e normalmente erano i valori ad orientare i prezzi per la semplice ragione che la maggior parte delle imprese non aveva necessità dei mercati dei capitali (azionari) per crescere o svilupparsi (a causa della ridotta concorrenza che garantiva adeguati flussi di autofinanziamento) ed i prezzi si formavano quasi esclusivamente in occasione di compravendite aventi per oggetto l’intera azienda. I valori costituiscono infatti il parametro di confronto con il prezzo sia per il compratore sia per il venditore, in quanto:

- per il compratore, il prezzo rappresenta l’esborso da sostenere per realizzare l’investimento mentre il valore è ciò che ricava dall’investimento stesso;
- per il venditore, invece, il prezzo costituisce il ricavato dallo scambio mentre il valore ciò cui rinuncia.

I valori in questa fase erano sempre rappresentati da valori soggettivi, del compratore (*investment value*) e del venditore (*current owner value*), ed i tassi di sconto erano funzione della redditività storica delle imprese del settore.

Con lo sviluppo dei mercati finanziari e l’accresciuta concorrenza –che ha disgiunto le esigenze di investimento dalla capacità di autofinanziamento delle imprese- prezzi e valori si “incontrano” di continuo, per la semplice ragione che le imprese o devono aprire il loro capitale a terzi (siano investitori istituzionali o piccoli risparmiatori, fondi di *private equity* o società di *venture capital*) o devono aggregarsi o dismettere attività o ristrutturarne altre tramite il ricorso al mercato.

In questa fase, lo sviluppo dei mercati si accompagna ad un crescente riferimento alla teoria dei mercati efficienti

da cui si ricava il principio che valori e prezzi non possano essere significativamente diversi. Si conia addirittura il termine “valore di mercato” per non lasciare dubbi sul fatto che il valore debba sempre riflettere dei prezzi fattibili. Si mettono a punto criteri di stima dei tassi di sconto diversi dai saggi di redditività contabile di lungo termine. Si sviluppa il CAPM in tutte le sue varianti e – come si è visto in precedenza – si affermano i criteri finanziari di valutazione delle aziende, i quali – dati i flussi di piano - fanno discendere il valore dal tasso di sconto del CAPM variamente aggiustato.

Di fronte alla crescita degli indici di borsa, ed alle evidenze di esuberanza irrazionale, anche le Autorità Monetarie ricercano appropriati “*reference point*”. Sono gli anni in cui la SEC sotto la guida di Greenspan assume il Fed Model come riferimento per giudicare la sopra o sottovalutazione degli indici di borsa statunitensi. Il modello assume l’eguaglianza fra il premio per il rischio di mercato ed il saggio di crescita degli utili di lungo termine ed indica pertanto la presenza di sopravvalutazioni quando il multiplo Prezzo/Utili dell’intero mercato è superiore al reciproco del tasso privo di rischio (= $1/\text{risk free rate}$). L’idea alla base del modello è che la crescita sia fonte di rischio e che una maggiore crescita attesa debba essere compensata da un maggiore premio per il rischio, mentre una minore crescita richiede un premio per il rischio più contenuto. Sia pur con riferimento all’intero mercato si riafferma l’idea del multiplo unico.

Con la crisi finanziaria e la stagione dei *quantitative easing* il Fed Model perde di capacità esplicativa, in quanto l’esigenza di stimolare l’economia non solo rende il saggio *risk free* una base instabile di riferimento, ma fa venire meno anche il presupposto stesso di validità del modello: per l’insieme delle imprese che compongono l’indice di borsa il criterio reddituale puro (nella particolare versione del Fed Model $P/E = 1/\text{risk free rate}$) non costituisce più un valido riferimento.

Con la *behavioural finance* e l’abbandono della teoria dei mercati efficienti si riafferma con prepotenza il principio che valori e prezzi siano quantità concettualmente diverse e potenzialmente anche molto distanti fra loro. Si consolida la distinzione fra *value in use* e *value in exchange*, che sarà poi mutuata dagli *standard setter* contabili. Dovendo pur sempre le imprese far ricorso ai mercati dei capitali, la differenza fra i due valori costituisce la base di riferimento della teoria dei segnali. In presenza di asimmetria informativa, infatti, le aziende hanno convenienza ad effettuare aumenti di capitale o ricorrere ad IPO quando

i prezzi sono superiori ai valori (cioè quando i prezzi di mercato esprimono una sopravvalutazione). Così il mercato reagisce negativamente a qualsiasi segnale di richiesta di fondi agli azionisti, mentre reagisce positivamente a qualsiasi distribuzione di fondi a favore degli azionisti. Si sviluppano i modelli fondati sui costi di transazione (diretti, indiretti e informativi) non solo per tentare di riconciliare valori e prezzi, ma anche per affermare che i prezzi per essere efficienti in senso fondamentale debbono incorporare informazione costosa che si giustifica solo in certi mercati, per titoli con sufficiente *turn-over* e con un adeguato tasso di copertura di *equity analysts*.

Nonostante il crescente ricorso delle imprese ai mercati finanziari e lo sviluppo di tecniche valutative fondate sui multipli, la divaricazione fra valori e prezzi ha comportato l'esigenza di tornare a criteri di valutazione di natura fondamentale. Anche nel campo dell'*asset pricing*, si sono sviluppati modelli di stima dei rendimenti basati su anomalie di mercato riconducibili a parametri di natura fondamentale (ad esempio il modello di Fama French a cinque fattori, aggiunge ai tre fattori del modello precedente anche la *profitability* ed il livello di investimenti) cosicché i rendimenti attesi finiscono con l'incorporare dosi crescenti di elementi *firm specific* che il beta del CAPM non cattura. Nel campo più prettamente della valutazione d'azienda si diffonde il ricorso al costo del capitale implicito nei prezzi (di società o di transazioni comparabili) per superare i limiti del CAPM.

Anche in quest'ambito dunque sono venuti meno molti dei riferimenti usati nel passato e le sfide che la valutazione d'azienda deve affrontare riguardano se ed in quale misura i tassi di sconto debbano essere differenziati in relazione alle diverse configurazioni di valore (valore di investimento, valore di mercato, valore intrinseco) ed alle diverse unità di valutazione (intera azienda, singolo titolo, partecipazione di controllo, partecipazione di minoranza).

Modelli di business

Se il valore è funzione della capacità dell'impresa di mantenere la capacità competitiva nel tempo, assume rilievo l'analisi del modello di business. Infatti:

- il modello di business definisce le fasi della catena del valore che l'impresa presidia e finisce per condizionarne tanto la strategia (paradigma "*strategia-struttura*") quanto l'efficacia della proposta competitiva;

- nello stesso settore convivono imprese caratterizzate da modelli di business diversi fra loro (c.d. polimorfismo d'impresa) ciascuno dei quali si caratterizza per un proprio spazio economico;
- la varietà di modelli di business aumenta le minacce di concorrenza potenziale (nuovi entranti) e quindi a parità di condizioni riduce la profittabilità dell'*industry*.

L'analisi dei modelli di business è un'area dell'analisi fondamentale ancora nuova e priva di riferimenti consolidati. Tuttavia rappresenta una cornice indispensabile per far evolvere le tecniche valutative. La ragione va ricercata nel fatto che qualunque modello dinamico di valutazione deve essere in grado di rappresentare due diverse configurazioni di reddito: il reddito corrente normalizzato ed il reddito che l'impresa potrà esprimere nel futuro sulla base dell'evoluzione naturale del suo modello di business (declino, stabilizzazione o sviluppo). L'analisi del modello di business dovrebbe consentire di identificare il reddito sostenibile di lungo periodo che raramente coincide con l'ultimo anno di previsione esplicita del piano aziendale. Il piano dovrebbe essere concepito come un ponte fra due capacità di reddito (rispettivamente "di partenza" e "di arrivo") e dovrebbe quindi fondarsi su un'analisi dinamica del modello di business. Poggiando su due punti di riferimento la valutazione eviterebbe di cadere nell'errore di proiettare all'infinito il reddito dell'ultimo anno di piano (che è sempre superiore a quello corrente in quanto tutti i piani in genere prevedono crescita) ed obbligherebbe invece ad interrogarsi sullo spazio economico che l'azienda potrà occupare nel futuro, dato il suo modello di business. Questo approccio consente di adottare una prospettiva di analisi allargata alla capacità dell'impresa di:

- mantenere ed attrarre le risorse necessarie al suo mantenimento e sviluppo;
- soddisfare le esigenze degli *stakeholders*;
- assumere scelte socialmente responsabili.

L'analisi del modello di business rappresenta dunque il punto di partenza di qualsiasi approccio olistico alla valutazione d'azienda.

Principi contabili e regolamentazione

Valori contabili e valori economici differiscono perché rispondono a finalità diverse, ma la dimensione della differenza fra le due categorie di valori non è costante nel tempo in quanto dipende dai principi contabi-

li adottati e l'evoluzione del modello di business delle imprese. Baruch Lev, in un recente volume dal titolo *The end of accounting*⁵, mostra la progressiva riduzione nel tempo della relazione fra quantità contabili (economiche e patrimoniali) e capitalizzazione di borsa delle imprese statunitensi identificando come causa principale del crescente divario il divieto di rilevare contabilmente gli intangibili formati internamente con il conseguente obbligo di spendere in conto economico i costi sostenuti per la loro formazione. Avendo assunto gli intangibili un ruolo via via sempre più rilevante nel definire il successo o l'insuccesso delle imprese, queste ultime competono investendo quote crescenti di risorse in beni intangibili. Ne discendono:

- maggiori spazi di *earnings management*, in quanto accelerando o diminuendo gli investimenti in intangibili è più facile prestare o prendere a prestito utili dal futuro;
- misure di redditività del capitale alterate, in quanto il reddito (a numeratore degli indici di redditività) risente del contributo e dell'investimento (sotto forma di costi spesi nell'esercizio) degli intangibili mentre il capitale (a denominatore degli indici di redditività) esclude gli intangibili formati internamente;
- una crescente attenzione alle variazioni di utile netto nel tempo, anziché alla ricerca di un utile con significato economico.

La dimensione di questi effetti può assumere dimensioni impressionanti anche per imprese mature: Coca Cola, a solo titolo di esempio, presenta una capitalizzazione di borsa pari a 12 volte il patrimonio netto contabile, una redditività dei mezzi propri pari al 36% dopo aver speso in conto economico costi pubblicitari pari al 64% dell'utile netto.

A fianco di imprese per le quali la contabilità esprime valori di capitale significativamente inferiori al valore di mercato (come nel caso di Coca Cola) vi è tuttavia anche un numero elevato di imprese per le quali i valori contabili sono superiori ai valori di borsa. In Italia, ad esempio, al 31.12.2018 ancora il 35% delle imprese quotate mostrava un multiplo Prezzo/Patrimonio netto contabile inferiore all'unità. Contribuisce a tale evidenza il fatto che per molte di queste imprese il valore degli intangibili iscritto in bilancio (conseguente a *business*

combination) risulta superiore al valore riconosciuto dal mercato di borsa. Quando infatti si considera il multiplo Prezzo/Patrimonio netto tangibile⁶, il numero di società quotate con capitalizzazione di borsa inferiore al patrimonio netto tangibile scende al 28%.

Naturalmente molte altre sono le scelte contabili che hanno un significativo impatto sulle misure di performance delle imprese.

Basti pensare, nel campo dei principi contabili internazionali:

- agli effetti del nuovo IFRS 16 in tema di contabilizzazione dei beni in leasing operativo. A solo titolo di esempio, per il solo effetto dell'IFRS 16 Fiera di Milano ha visto crescere il proprio capitale investito da 58 milioni di euro a 550 milioni di euro, a fronte di un effetto positivo sull'Ebitda di soli 12 milioni di euro, sull'Ebit di 2 milioni di euro e di una diminuzione di utile netto di 1,5 milioni di euro;
- o alla circolarità dell'uso di prezzi di mercato (*fair value*) ai fini della determinazione del reddito di esercizio sul quale il mercato fonda a sua volta la stima del valore di mercato della società; circolarità che lo *standard setter* contabile ha cercato di contenere prevedendo la sospensione a stato patrimoniale di alcune variazioni di *fair value*, ma stabilendo regole eguali per tutte le imprese quando tale scelta dovrebbe essere funzione del modello di business delle imprese stesse.

Anche sul fronte regolamentare (basti pensare alla vigilanza bancaria) si assiste ad una relazione sempre più stretta fra vigilanza e valore di capitale economico. Basti citare il caso dei cc.dd. *Non Performing Loans* (NPL) nei bilanci delle banche il cui valore d'uso (riflesso nei dati contabili) risulta significativamente superiore al valore di scambio (riflesso nei prezzi di cessione degli NPL), cosicché la dismissione di NPL – stimolata dalla vigilanza – comporta perdite di capitale non necessariamente compensate da una riduzione dei coefficienti patrimoniali minimi a seguito di una minore incidenza di NPL sul patrimonio netto (*Texas ratio*).

Anche sul fronte dei principi contabili e della regolamentazione sono pertanto venuti meno alcuni dei classici

⁵ Baruch Lev, Feng Gu, *The end of accounting and path forward for investors and managers*, Wiley, Hoboken, 2016

⁶ Il Patrimonio netto tangibile è ottenuto per differenza fra il patrimonio netto contabile e gli intangibili iscritti in bilancio.

reference point sui quali l'esperto di valutazione poteva contare. L'incapacità dei principi contabili di fornire adeguata rappresentazione: degli intangibili, dell'impatto dei diversi modelli di business sulle misure più appropriate di rilevazione contabile (costo o *fair value* o valore d'uso) oltre allo scetticismo dei *regulator* e dei mercati sull'affidabilità dei valori d'uso costituiscono nuove sfide per la valutazione d'azienda.

La professione degli esperti di valutazione

Proprio l'esigenza di valutazioni affidabili ha attirato l'attenzione dei *regulator* sulla professionalità degli esperti di valutazione. La SEC per prima⁷ ha richiamato l'esigenza di introdurre rigidi canoni di comportamento professionale in grado di disciplinare:

- *What to do*, attraverso i cc.dd. *technical standard* (i principi di valutazione) che definiscono quali elementi una valutazione deve rispettare, dato il tipo di incarico ricevuto (*valuation, limited scope valuation, calculation engagement*) in termini di trasparenza, approcci di valutazione, configurazioni di valore, unità di valutazione, ecc;
- *How to do*, attraverso i codici etici che definiscono come il professionista salvaguarda l'interesse pubblico della valutazione e non invece l'interesse del cliente/committente;
- *How much to do*, attraverso i cc.dd. *performance standard* che individuano il grado di dettaglio e di scetticismo professionale che deve essere garantito dal professionista.

Dal canto loro gli esperti di valutazione dovendosi confrontare sempre più spesso con la revisione contabile, sono stati sensibilizzati al profilo di rischio della valutazione, il quale è funzione di tre principali fattori:

- il rischio intrinseco dell'attività oggetto di valutazione (c.d. *inherent risk*);
- il rischio di una base informativa incompleta o inaffidabile;
- il rischio del modello valutativo.

Il primo fattore di rischio (*inherent risk*) costituisce per l'esperto di valutazione un dato (un vincolo) sul quale non può in nessun modo incidere (valutare una *startup* presenta un rischio intrinseco significativamente superiore rispetto a valutare un'impresa matura per via dell'assenza di un *track record* di risultati storici, di risultati contabili positivi, di business comparabili; così la valutazione di una partecipazione di collegamento in una società non quotata di cui si dispone solo dell'ultimo bilancio approvato presenta un rischio intrinseco molto maggiore rispetto alla valutazione di una partecipazione in una società controllata di cui si dispone di tutta l'informazione gestionale e dei piani).

Il secondo fattore di rischio (base informativa incompleta o inaffidabile) costituisce per l'esperto un'area sulla quale può intervenire limitatamente e comunque nei limiti del mandato ricevuto dal committente. Anche quando l'incarico prevede una valutazione piena non è comunque compito dell'esperto verificare la correttezza del bilancio certificato, né compiere una *due diligence*, né attestare il piano di cui fa uso. L'esperto è chiamato ad esprimersi sulla ragionevolezza della base informativa utilizzata.

Il terzo fattore di rischio (modello valutativo) investe direttamente l'esperto di valutazione e costituisce l'area sulla quale deve e può intervenire per limitare il più possibile (dato il rischio intrinseco dell'attività da valutare e il tipo di mandato ricevuto) il rischio della valutazione.

⁷ Il 5 dicembre 2011 Paul A. Beswick (*Deputy Chief Accountant U.S. Securities and Exchange Commission*) nel suo *Prepared Remarks for the 2011 AICPA National Conference on Current SEC and PCAOB Developments* pronunciava queste parole di insoddisfazione rispetto allo stato della professione degli esperti di valutazione negli USA:

"Valuation professionals stand apart from other significant contributors in the financial reporting process for another reason, their lack of a unified identity. We accountants, for example, have a clearly defined professional identity. At last count, valuation professionals in the US can choose among five business valuation credentials available from four different organizations, each with its own set of criteria for attainment, yet none of which is actually required to count oneself amongst the ranks of the profession. There are also non-credentiating organizations that seek to advance the interests of the valuation profession. While the multiplicity of credentials in the profession is not a problem in and of itself, risks may exist. Risks created by the differences in valuation credentials

that exist today range from the seemingly innocuous concerns of market confusion and an identity void for the profession to the more overt concerns of objectivity of the valuator and analytical inconsistency.

*The fragmented nature of the profession creates an environment where expectation gaps can exist between valuers, management, and auditors, as well as standard setters and regulators. While much of this may be addressed during a particular engagement, this case-by-case approach has the potential to be an inefficient and costly solution to establish a baseline level of understanding of the analyses. Sometimes, expectation gaps can have broader consequences than just within an engagement, as we have seen in the use of third party pricing sources to measure the fair value of certain financial instruments". E' seguito quel processo che ha portato le principali associazioni professionali di esperti di valutazione negli USA a varare un sistema di accreditamento degli esperti di valutazione a fini di bilancio noto con il nome di *Certified in Entity and Intangible Valuations (CEIV)* credential.*

Le valutazioni sono giudizi ed il processo che l'esperto ha seguito per giungere al proprio giudizio di valore deve essere ispirato a principi di trasparenza. Trasparenza non significa limitarsi ad una illustrazione delle formule valutative adottate, ma spiegare il processo che ha portato a selezionare gli input della valutazione e definire come si è formato il giudizio. Una valutazione trasparente è una valutazione che non si limita a descrivere cosa è stato fatto, ma spiega anche perché è stato fatto e con quale grado di dettaglio. Occorre quindi distinguere tra trasparenza formale e trasparenza sostanziale: dove la differenza risiede nella capacità della valutazione di trasferire al fruitore tutti gli elementi sulla base dei quali si è formato il giudizio dell'esperto.

Conclusioni

La valutazione d'azienda è chiamata ad affrontare nuove sfide, per via del progressivo venir meno di alcuni importanti punti di riferimento. Si va diffondendo la consapevolezza che dopo un periodo nel quale le valutazioni si sono allontanate dall'analisi fondamentale, ora il pendolo si muove nella direzione opposta e richiede nuovamente agli esperti di valutazione di adottare un approccio di natura fondamentale, ma in contesti nuovi e più complessi, dove è più difficile disporre di solidi riferimenti cui ancorarsi. E' tempo di un approccio olistico alla valutazione d'impresa, che permetta di comprenderne a fondo le fonti di vantaggio competitivo e la dinamica nel tempo. Non vi è più un unico *driver* principale cui ancorare l'analisi fondamentale, ma molti diversi *driver* legati fra loro dallo specifico modello di business dell'impresa e dalla sua evoluzione nel tempo.

In un contesto dove le valutazioni sono più difficili:

- le formule, i modelli e più in generale le tecniche non solo non sono sufficienti a garantire la qualità delle valutazioni, ma finiscono anche con il trasmettere una falsa idea di precisione della valutazione;
- la professionalità dell'esperto di valutazione assume maggiore importanza rispetto al passato perché è il

processo valutativo e non la formula o il modello o la tecnica a garantire della qualità della valutazione. Ciò significa che la progressiva tendenza alla industrializzazione dell'offerta di valutazioni è destinata a subire un naturale arresto, grazie anche al sorgere di nuove entità che mirano ad occupare i vuoti di offerta nei segmenti delle valutazioni di qualità;

- a parità di competenze dell'esperto, la completezza del processo valutativo finisce con l'essere funzione dell'incarico, da cui discende la profondità di analisi, la completezza di base informativa, la discussione delle evidenze contrarie e l'ampiezza di investigazione compiuta;
- le valutazioni devono essere trasparenti nelle scelte che hanno orientato il processo valutativo con particolare attenzione alle verifiche di ragionevolezza dei risultati ed a come sono state considerate le evidenze contrarie.

Le valutazioni stanno vivendo una "fase di mezzo" in cui a fronte dell'accresciuta domanda dei *regulator* e dei committenti di valutazioni di buona qualità, gli esperti stentano a trovare una risposta comune come professione.

La rivista vuole contribuire ad identificare soluzioni comuni (*best practice*) che consentano di garantire valutazioni di elevata qualità.

In questo primo numero, il comitato editoriale della Rivista ha deciso, proprio per venire incontro all'esigenza di stimolare l'interesse nei confronti di *best practice*, di presentare in anteprima i principali risultati raggiunti da tre gruppi di lavoro OIV che stanno ultimando la redazione dei rispettivi *Discussion Paper*. I tre articoli trattano rispettivamente de:

- la valutazione dei danni;
- l'uso dell'informazione finanziaria prospettica nella valutazione delle aziende;
- la valutazione delle imprese in crisi.

Buona lettura.

L'USO DELL'INFORMAZIONE FINANZIARIA PROSPETTICA NELLA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE

DI MAURO BINI E NUNZIO VISCIANO

Premessa

I Principi Italiani di Valutazione (PIV – 2015) chiedono che l'esperto esprima un proprio giudizio sulla ragionevolezza delle informazioni prospettiche. Ciò in particolare nel contesto di incarichi che si qualificano come valutazioni "piene". I PIV impongono inoltre che tutte le valutazioni per scopi legali siano valutazioni "piene". Il PIV III.1.24 recita: *"Nel caso di valutazione l'esperto deve esprimersi sulla ragionevolezza complessiva del piano a lui sottoposto per la determinazione dei flussi e ove necessario deve integrarlo con specifiche motivazioni. Il suo giudizio deve tenere conto:*

- a) delle finalità per cui è stato redatto il piano e dell'approvazione o meno da un organo di governo aziendale o di gruppo;*
- b) delle esperienze dell'azienda di cui trattasi in materia di gestione programmata;*
- c) delle caratteristiche dell'attività svolta dall'azienda e dello scenario di riferimento;*
- d) della coerenza strategica del piano, della sua adeguatezza tecnica e della sua operatività;*
- e) della ragionevolezza delle ipotesi assunte e delle stime formulate;*
- f) della plausibilità dei risultati medio-normali attesi e della loro effettiva sostenibilità;*
- g) della ragionevolezza dei rischi impliciti rispetto alle condizioni tipiche della realtà aziendale oggetto di valutazione, del settore di appartenenza e dell'ambito competitivo di riferimento;*
- h) del coinvolgimento delle unità di business responsabili dei risultati previsti;*
- i) della qualità del processo di pianificazione.*

L'esperto deve infine espressamente segnalare se dal suo esame siano emersi elementi che facciano ritenere inappropriate le indicazioni del piano, anche per l'eventuale comparsa di fatti o circostanze nuovi, o al contrario, se tali indicazioni possano costituire una base adeguata per la stima".

Poiché nel commento al principio non è definito il percorso attraverso il quale l'esperto può giungere ad un giudizio di ragionevolezza del piano (e più in generale dell'informazione finanziaria prospettica), OIV ha ritenuto opportuno costituire un Gruppo di Lavoro con lo

specifico obiettivo di fornire linee guida agli esperti di valutazione utili alla formazione di tale giudizio.

Il Gruppo di lavoro ha redatto una prima bozza di documento che andrà rivista alla luce dei commenti dei *referee* e prima di diventare testo definitivo dovrà considerare anche le lettere di commento che perverranno alla bozza emendata dai *referee*. 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 ai suoi autori.

L'informazione finanziaria prospettica ed il giudizio di ragionevolezza

Il valore d'azienda (qualunque configurazione di valore si adotti) è funzione dei risultati attesi. Pertanto l'uso di informazione di natura prospettica è una componente essenziale nelle valutazioni d'azienda.

Con il termine informazione finanziaria prospettica si intende qualunque documento o foglio di lavoro che contenga informazioni qualitative e quantitative frutto di un esercizio di previsione. Normalmente l'informazione finanziaria prospettica in relazione all'orizzonte temporale coperto assume la denominazione di budget o di piano. Di norma con i termini budget e piano ci si riferisce a documenti approvati dagli organi aziendali responsabili, documenti che non esauriscono l'ampio spettro di informazioni di natura prospettica (di fonte interna o esterna) che possono essere disponibili.

L'esercizio di previsione, in relazione al contesto, alle caratteristiche dell'impresa, al suo stadio di vita, all'informazione disponibile al soggetto che lo svolge, alla esperienza passata, alla prevedibilità di ambiente, al grado di coinvolgimento delle funzioni aziendali e della volontà strategica di realizzare gli obiettivi, ecc. può presentare diversi gradi di: *rischio intrinseco, complessità, analiticità, affidabilità, completezza, impegno strategico, sostenibilità finanziaria, verifica esterna.*

Il *rischio intrinseco* dell'esercizio di previsione riguarda l'ampiezza della dispersione di possibili risultati alternativi. Normalmente l'esercizio di previsione si riferisce ad uno scenario (il più probabile o uno scenario medio atteso): il rischio intrinseco riguarda la dispersione dei possibili risultati rispetto allo scenario adottato nella previsione. Maggiore è la dispersione, maggiore è il rischio atteso. Normalmente quanto più il risultato della previsione è sensibile alla variazione delle variabili chiave maggiore è il rischio intrinseco della previsione stessa.

La *complessità* dell'esercizio di previsione è determinata dal numero delle variabili chiave che hanno impatto sulla previsione e sulle loro relazioni reciproche. Un numero elevato di variabili può generare anche degli effetti compensativi. Ad esempio la previsione dei ricavi di una impresa multiprodotto può risultare meno rischiosa della previsione dei ricavi di un'impresa monoprodotto, per via di un effetto di compensazione fra le diverse tipologie di prodotto, tuttavia se la marginalità dei singoli prodotti è molto differente da prodotto a prodotto la previsione dei redditi dell'impresa multiprodotto rimane comunque più rischiosa della previsione dei redditi dell'impresa monoprodotto.

L'*analiticità* dell'esercizio di previsione riguarda la modalità con cui si forma la previsione. Una previsione di ricavi ottenuta applicando ai ricavi correnti un tasso di crescita desunto dal trend storico dei risultati d'impresa è meno analitica di una previsione che identifica le variabili chiave alla base della dinamica dei ricavi (ad esempio: prezzo, volumi, valuta) e prevede la dinamica attesa di ciascuna di esse.

L'*affidabilità* dell'esercizio di previsione riguarda la base informativa disponibile a supporto della previsione. Una previsione è tanto più affidabile quanto maggiori sono le evidenze in grado di corroborare l'esercizio di previsione e quanto minori sono le evidenze di segno contrario. Ad esempio se nel passato si sono registrati ripetuti e rilevanti scostamenti fra previsioni e consuntivi vi è evidenza che l'ambiente in cui opera l'impresa sia difficile da prevedere o che il processo seguito per generare l'informazione prospettica è inadeguato. Il grado di *affidabilità* dell'esercizio di previsione è anche funzione dell'estensione temporale della previsione stessa. Ad esempio un esercizio di previsione può essere molto affidabile se riferito ad un anno e molto meno affidabile per le previsioni a due o tre anni.

La *completezza* dell'esercizio di previsione riguarda gli input, le assunzioni e gli output dell'esercizio di previsione, i quali spesso dipendono dalla finalità della previsione. Con riguardo agli input ad esempio un esercizio di

previsione può risultare incompleto se non considera la possibile reazione dei concorrenti ad azioni d'impresa che possono modificare l'equilibrio competitivo di mercato o di settore. Con riguardo alle assunzioni, un esercizio di previsione può risultare incompleto se assume uno scenario competitivo stabile in presenza di una concreta minaccia dell'ingresso di nuovi entranti nel settore o degli effetti della introduzione di una nuova tecnologia. Con riguardo agli output, invece, un'impresa che si limita a produrre previsioni di conto economico solo fino alla linea dell'Ebitda in quanto la finalità dell'esercizio di previsione consiste nel fissare gli obiettivi commerciali alla forza di vendita e verificarne l'impatto in termini di margini lordi svolge un esercizio di previsione incompleto. Relativamente agli output un esercizio di previsione è completo quando riguarda il conto economico, lo stato patrimoniale ed il prospetto dei flussi di cassa.

L'*impegno strategico* che caratterizza un esercizio di previsione è funzione dei piani di azione che conseguono alla previsione stessa, in termini di verifica delle risorse disponibili, di assegnazione degli obiettivi, di rimedi individuati in caso di andamento delle variabili chiave diversi da quello previsto. Un esercizio di previsione formulato da un consulente esterno senza coinvolgimento degli organi sociali e del management è privo di impegno strategico. Un esercizio di previsione accompagnato da piani di azione ed assegnazioni di obiettivi specificamente individuati presenta un maggiore impegno strategico.

La *sostenibilità finanziaria* riguarda l'equilibrio delle fonti e degli impieghi di cassa non solo con riguardo al periodo coperto dall'esercizio di previsione, ma anche con riguardo al periodo successivo. L'esercizio di previsione deve fondarsi su una struttura finanziaria adeguata alla tipologia di fabbisogni d'impresa.

La *verifica esterna* dell'esercizio di previsione riguarda la presenza (o meno) di controlli diretti da parte di soggetti indipendenti e/o la presenza di riscontri esterni relativamente ai risultati dell'esercizio di previsione. Il controllo diretto attiene ad una verifica da parte di un soggetto indipendente degli input, delle assunzioni e degli output del piano. Ad esempio un piano attestato ai sensi del principio di revisione ISAE 3400 costituisce un controllo diretto. I riscontri esterni possono invece essere rappresentati da previsioni di consenso di *equity analyst* che seguono una società quotata dopo l'annuncio da parte della stessa società del piano (o dei principali risultati previsti di piano), oppure dalla disponibilità di un nuovo socio di entrare nel capitale della società sotto-

scrivendo un aumento di capitale regolato ad un prezzo che si fonda sull'esercizio di previsione oppure dall'approvazione da parte di uno o più istituti di credito di un finanziamento a lungo termine per un investimento rilevante sulla base di un piano i cui effetti sono illustrati nell'esercizio di previsione.

Gli otto profili descritti si combinano fra loro in forme diverse in relazione a specifici fatti e circostanze, con la conseguenza che le relazioni reciproche non sono univoche. Ad esempio non si può sempre sostenere che un maggiore grado di analiticità dell'esercizio di previsione si accompagni necessariamente ad una maggiore affidabilità o che un maggiore impegno strategico comporti un minore rischio intrinseco dell'esercizio di previsione o ancora che una maggiore completezza dell'esercizio di previsione sia garanzia di sostenibilità finanziaria del piano.

Per questa ragione l'esperto di valutazione è chiamato a valutare i diversi profili sopra richiamati nello specifico contesto ed a formarsi un proprio autonomo giudizio sull'informazione finanziaria prospettica disponibile. Il giudizio che l'esperto di valutazione è chiamato ad esprimere riguarda la *ragionevolezza* dell'informazione prospettica. L'informazione prospettica può dirsi ragionevole quando un altro esperto che esercitasse un adeguato scetticismo professionale riterrebbe l'informazione finanziaria prospettica una fonte informativa utile alla stima del valore d'azienda.

Qualsiasi giudizio riferito all'informazione finanziaria prospettica dovrebbe ricadere in una delle seguenti tre categorie:

- a) **Piena ragionevolezza** (= l'informazione finanziaria prospettica è ragionevole e può essere utilizzata senza modifiche a fini valutativi);
- b) **Ragionevolezza limitata** (= l'informazione finanziaria prospettica non è pienamente ragionevole ed impone di adottare dei rimedi per poter essere utilizzata a fini valutativi);
- c) **Assenza di ragionevolezza** (= l'informazione finanziaria prospettica non può essere utilizzata a fini valutativi).

In caso di giudizio di ragionevolezza limitata i rimedi che l'esperto può adottare sono di tre tipi:

- a) Approfondimenti, modifiche, aggiustamenti ai flussi prospettici;
- b) Aggiustamenti al tasso di sconto per riflettere dei profili di rischio non considerati nel piano;
- c) Affiancamento ai criteri di valutazione fondati sull'informazione prospettica di altri criteri di va-

lutazione e/o attribuzione ai criteri di valutazione fondati sull'informazione finanziaria prospettica di un minore peso nella identificazione del risultato finale di stima.

La distinzione fra previsioni e proiezioni

Il giudizio di ragionevolezza dell'esperto è finalizzato a valutare se i flussi prospettici siano idonei ad esprimere il valore ricercato.

La ragionevolezza dell'informazione prospettica si fonda su due principali profili:

- a) l'esistenza o meno di una base ragionevolmente obiettiva delle assunzioni relative alle condizioni future;
- b) la circostanza che sia o meno condizionata al verificarsi di uno specifico scenario.

In questo paragrafo trattiamo il primo profilo: esistenza o meno di una base ragionevolmente obiettiva delle assunzioni relative alle condizioni future.

La base dell'informazione prospettica può dirsi ragionevolmente obiettiva quando trova riscontro:

- a) nel passato (analisi storica);
- b) nel confronto con altre società o realtà comparabili (*benchmarking*);
- c) nelle previsioni di fonte esterna (consenso).

L'esistenza o meno di una base ragionevolmente obiettiva permette di effettuare una separazione, sotto il profilo logico, di due diverse categorie di flussi prospettici:

- a) **Previsioni**. Le previsioni rappresentano la situazione attesa sulla base delle condizioni che la parte responsabile si attende esisteranno e delle azioni che prevede di intraprendere, sulla base della migliore informazione a sua disposizione: possono assumere la forma di previsioni puntuali o di range di risultati. Le previsioni debbono fondarsi su basi ragionevolmente obiettive tratte dal passato, dalle condizioni correnti di società comparabili e da fonti di previsione esterna (il c.d. consenso). A solo titolo di esempio i flussi prospettici del piano di una società senza programmi di espansione, in un settore stabile, fondato su un trend desunto dalla storia che prevede una marginalità coerente con quella di società comparabili ed allineato alle stime di consenso è senz'altro fondato su previsioni, in quanto poggiano su basi ragionevolmente obiettive tratte dal passato, dal confronto con società comparabili e dal confronto con fonti esterne;
- b) **Proiezioni**. Le proiezioni rappresentano la situazione attesa sulla base di una o più assunzioni

ipotetiche che la parte responsabile si attende esisteranno e delle azioni che prevede di intraprendere, sulla base della migliore informazione a sua disposizione. Le proiezioni possono assumere la forma di proiezioni puntuali o di range di risultati. Le assunzioni ipotetiche sono le ipotesi per le quali non esistono basi ragionevolmente obiettive tratte dal passato, dalle condizioni correnti di società comparabili e/o da fonti di previsione esterna (il c.d. consenso), ma che la parte responsabile ritiene coerenti con lo scopo dell'informazione prospettica. A titolo di esempio il lancio di un nuovo prodotto, l'ingresso in un nuovo mercato, il riorientamento dei servizi verso nuove fasce di clientela, ecc. costituiscono tutti esempi di azioni future per le quali possono essere disponibili solo delle proiezioni.

La distinzione fra previsioni e proiezioni si fonda dunque sulla esistenza o meno di una base ragionevolmente obiettiva delle assunzioni relative alle condizioni future.

Flussi prospettici condizionati e non condizionati

Il secondo profilo logico su cui si fonda la ragionevolezza dell'informazione finanziaria prospettica attiene al fatto se i flussi prospettici siano condizionati o meno al verificarsi di uno specifico scenario.

Normalmente le imprese formulano un piano relativo ad un unico scenario (sono rari i casi di pianificazione fondata su più scenari alternativi). Quando riferiti ad un unico scenario i flussi prospettici possono essere rappresentativi di uno scenario medio-rappresentativo o viceversa riferirsi allo scenario più probabile che può o meno esprimere lo scenario medio atteso (in relazione alla distribuzione simmetrica o meno dei flussi). Se i flussi prospettici sono riferiti allo specifico scenario giudicato più probabile che non esprime uno scenario medio atteso, i flussi sono condizionati al verificarsi di quello specifico scenario. Se invece i flussi esprimono risultati medi attesi, i flussi non sono condizionati al verificarsi di uno specifico scenario. La distinzione assume rilievo perché ai fini della stima del valore dell'azienda esistono due principali criteri¹ di applicazione della tecnica del valore attuale in relazione al fatto che l'informazione prospettica sia o meno condizionata al verificarsi di uno specifico scenario:

- a) il criterio fondato sui flussi medi attesi (non condizionati al verificarsi di uno specifico scenario),

che consiste nello scontare i risultati medi attesi al costo del capitale;

- b) il criterio fondato sui flussi più probabili, che consiste nello scontare i risultati attesi relativi ad uno specifico scenario (normalmente il più probabile) ad un tasso che considera oltre al costo del capitale anche un premio per il rischio di scenario.

E' molto semplice comprendere la diversità dei due approcci facendo riferimento alla valutazione di una singola attività. Supponiamo di dover valutare un *corporate bond* a tasso fisso emesso da una società alla quale sia associabile una probabilità di insolvenza pari al 5%. Il valore del bond può essere ricavato attualizzando i flussi cedolari (che esprimono i flussi attesi nello scenario più probabile, di non insolvenza) ad un tasso ricavato dal rendimento implicito (*implied yield*) di titoli comparabili o viceversa può essere calcolato scontando i flussi medi attesi (flussi cedolari x 95% + flussi in caso di insolvenza x 5%) ad un tasso corrispondente al rendimento atteso da un soggetto che investendo in un portafoglio diversificato di bond incorpori la perdita del 5% dei flussi attesi: rendimento che coincide con il costo del capitale.

Entrambi gli approcci di valutazione sono corretti e dovrebbero infatti ricondurre allo stesso risultato, tuttavia, nel caso dei flussi condizionati ad uno specifico scenario (che non sia medio-rappresentativo) è necessario adottare un tasso di sconto superiore al costo del capitale, maggiorato per un rischio di scenario.

Le classificazioni rilevanti dell'informazione finanziaria prospettica ed il tasso di sconto

L'informazione prospettica può essere distinta in due grandi categorie, in relazione:

- alle assunzioni:
 - a) previsioni, quando esiste un riscontro ragionevolmente obiettivo delle assunzioni formulate;
 - b) proiezioni, quando le assunzioni si fondano su assunzioni ipotetiche;
- al condizionamento del verificarsi di uno specifico scenario:
 - c) condizionate, quando si fondano sulla realizzazione di uno specifico scenario (non medio-rappresentativo)
 - d) non condizionate, quando si fondano su uno scenario medio rappresentativo.

¹ Si esclude in questa nota il terzo criterio c.d. degli equivalenti certi, che è applicato molto di rado nella valutazione d'impresa.

La distinzione è utile a valutare la coerenza fra i flussi prospettici ed il tasso di sconto. Il tasso di sconto (RADR= *risk adjusted discount rate*) può infatti idealmente essere scomposto in tre componenti sulla base della equazione di figura 1:

FIG. 1 **SCOMPOSIZIONE DEL TASSO DI SCONTO**

$$\text{RADR} = \underbrace{\text{Risk free rate} + \text{Premio per il rischio d'impresa}}_{\text{Costo del capitale}} + \underbrace{\text{Premio per il rischio di } \textit{execution}}_{\text{Solo nel caso di proiezioni}} + \underbrace{\text{Premio per il rischio scenario}}_{\text{Solo nel caso di scenario condizionato}}$$

E' importante chiarire che gli aggiustamenti nel tasso di sconto debbono a loro volta essere ragionevoli, nel senso che debbono fondarsi su riscontri di mercato (es. tassi impliciti in prezzi registrati sul mercato) o comunque trovare adeguati supporti. In linea di principio deve valere la regola secondo cui l'aggiustamento del tasso di sconto serve per riflettere rischi che i flussi di risultato prospettici non considerano già. Quando i flussi di risultato prospettici non sono ragionevoli nessun aggiustamento di tasso può consentire di giungere ad una stima di valore ragionevole e l'esperto non deve far uso dell'informazione prospettica.

Il processo da seguire nell'esame dell'informazione finanziaria prospettica

Le distinzioni logiche introdotte sin qui permettono di comprendere le difficoltà operative che l'esperto di valutazione deve affrontare nell'apprezzamento della ragionevolezza dei flussi prospettici. I piani aziendali normalmente esprimono sia previsioni sia proiezioni così che i flussi prospettici sono generalmente per loro natura "misti". In alcuni casi è possibile separare le due tipologie di flussi, in quanto la stessa logica di formazione dell'informazione finanziaria prospettica si basa su un approccio per blocchi: quale è ad esempio il caso di un piano costruito sommando ai flussi prospettici attesi dalle attività in essere (che esprimono previsioni fondate su uno scenario medio rappresentativo), i flussi incrementali delle nuove iniziative (che esprimono proiezioni fondate su assunzioni ipotetiche e legate al verificarsi di uno specifico scenario). In queste situazioni può essere opportuno che l'esperto tratti separatamente i flussi che pertengono alle due categorie facendo uso di tassi appropriati per ciascuna categoria.

Nella maggior parte dei casi, tuttavia, i flussi non sono separabili e l'esperto è chiamato a pronunciarsi sulla ragionevolezza di flussi che per loro natura sono flussi misti. In questi casi è necessario riferirsi ad un processo

da seguire nell'apprezzamento della affidabilità e della ragionevolezza dei flussi.

Le principali fasi del processo di analisi riguardano:

a) finalità per le quali il piano è costruito;

b) responsabili del piano;

c) orizzonte coperto dal piano e data di elaborazione

d) completezza, coerenza e sostenibilità finanziaria del piano;

e) analisi del contesto competitivo, del modello di business e dei vantaggi competitivi;

f) modalità di costruzione del piano (*top-down- bottom-up* –commessa) e modello di pianificazione;

Di seguito sono brevemente descritti gli aspetti rilevanti di ciascuna fase.

a) Finalità per le quali il piano è stato costruito

Una delle prime verifiche da compiere riguarda le finalità per le quali è stato elaborato il piano industriale. In genere società di medie e grandi dimensioni utilizzano questo "management tool" per finalità manageriali, ovvero per definire gli obiettivi economico-finanziari di medio e lungo termine che dovranno poi trovare una coerente declinazione negli obiettivi di breve periodo riportati nel budget operativo annuale. Il piano industriale ha infatti in questi casi la funzione di strumento concreto di guida strategica della società, attraverso la rappresentazione delle opportunità di sviluppo e delle minacce individuate. In questi casi, molto spesso il piano non esprime i flussi medi attesi, ma si fonda su un unico scenario definito dalla squadra manageriale. Ciò è particolarmente rilevante per le analisi che dovrà svolgere l'esperto, in quanto la presenza di un unico scenario espone al rischio di "*management bias*", pertanto, come indicato in precedenza, di tale circostanza se ne dovrà tener conto nel calcolo del tasso di sconto (RADR) aggiungendo uno specifico premio per il "rischio scenario" oppure correggendo in diminuzione i flussi di risultato. A tal fine, l'esperto potrà anche verificare la qualità del processo di *planning* presente in azienda, analizzando in un congruo arco temporale gli scostamenti tra dati preventivi e consuntivi; il risultato di tale analisi potrà influenzare le sue valutazioni e la stima del tasso di sconto.

Le società di piccole dimensioni (e talvolta anche quelle di medie dimensioni), spesso non elaborano e aggiornano un piano industriale per motivi strategici, ma si limitano ad elaborarlo in coincidenza di specifici eventi. In alcuni casi un piano (sintetico) è predisposto solo in relazione a particolari operazioni o fasi della vita dell'impresa; ad esempio perché richiesto dalle banche finanziatrici, oppure per lo svolgimento di un processo valutativo, a volte finalizzato ad operazioni di raccolta capitale (emissione di bond, quotazione in Borsa, ingresso di *private equity*), operazioni di M&A o di ricambio generazionale tra gli azionisti. In tutti questi casi, la mancanza in azienda di un processo strutturato di pianificazione strategica di medio e lungo periodo comporta un'ancora maggiore attenzione alle modalità con cui è costruito il piano ed alla bontà delle previsioni in esso contenute.

b) Responsabili del piano

Il passo successivo che l'esperto dovrà compiere riguarda la individuazione del soggetto responsabile del processo di elaborazione e approvazione del piano industriale che riceve. Spesso i piani manageriali e quelli elaborati per avviare dei processi di raccolta capitale (anche se predisposti con l'ausilio di consulenti esterni) sono approvati dal Consiglio di Amministrazione della capogruppo, cosa che talvolta non accade per i piani elaborati per il sistema bancario.

Nelle aziende dotate di uno strutturato processo di pianificazione, il coordinamento viene svolto dalla funzione Finanza ed Amministrazione, con il coinvolgimento della prima e seconda linea manageriale, oltre che di tutta la funzione commerciale. Spesso vengono utilizzati degli strumenti a supporto, quali: software di planning; CRM; analisi esterne di settore; analisi esterne sui clienti. Ai risultati di tali piani strategici, sono di frequente agganciati dei sistemi premianti per la squadra manageriale. Tutti questi aspetti che rendono il piano non un mero esercizio di previsione, ma la traduzione di scelte strategiche e gestionali in informazione prospettica dovranno essere presi in considerazione dall'esperto ai fini del giudizio di adeguatezza e ragionevolezza sulla base informativa a sua disposizione. Nelle aziende non dotate di uno strutturato processo di pianificazione, il piano spesso viene elaborato con l'ausilio di consulenti esterni o dalla funzione Finanza ed Amministrazione insieme all'Amministratore Delegato, senza coinvolgere l'intera squadra manageriale. Come già indicato nel precedente punto, si tratta di elementi che sicuramente costringono l'esperto a dei supplementi di analisi per poter esprimere un giudizio di adeguatezza, ragionevolezza e completezza sul piano industriale oltre che per valutare l'*"execution risk"* insito nel piano medesimo.

c) Orizzonte coperto e data di elaborazione

Anche la verifica dell'orizzonte temporale coperto dal piano e della data di elaborazione è un passaggio rilevante che l'esperto deve compiere al fine di verificare se il piano industriale ricevuto sia aggiornato e se copra un orizzonte temporale adeguato. Nelle società di medie e grandi dimensioni, dotate di un processo di pianificazione strutturato, spesso il piano copre un orizzonte che va da tre a cinque anni e viene aggiornato ogni anno. Il processo di aggiornamento parte in genere a settembre per chiudersi entro la fine dell'esercizio, con l'approvazione del Consiglio di Amministrazione. Il primo anno di piano corrisponde al budget, che viene rivisto più volte durante l'anno incorporando via via i risultati realizzati in corso d'anno.

I piani finalizzati a processi di apertura del capitale o per operazione di M&A spesso coprono un arco triennale e sono per definizione aggiornati in quanto elaborati ad hoc per tali operazioni.

A volte l'esperto può trovarsi di fronte a piani non aggiornati, elaborati in passato, con uno o più esercizi chiusi, affiancati dal budget dell'esercizio in corso. In questi casi, dovrà chiedere un aggiornamento del piano industriale e potrà verificare l'eventuale esistenza di scostamenti tra i dati consuntivi degli esercizi chiusi coperti dal piano industriale e i dati prospettici presenti in quest'ultimo. La presenza di scostamenti porterà ad esaminare, anche tramite interviste al management, la natura dei medesimi, ovvero se sono dipesi dalla incapacità del management di implementare le strategie (e quindi anche dall'inadeguatezza delle risorse organizzative, tecnologiche; e produttive presenti in azienda) ovvero da fattori competitivi legati a strategie dei *competitor* o cambiamenti nei comportamenti dei clienti. Ciò potrebbe avere rilievo sul giudizio che l'esperto deve esprimere sulla base informativa prospettica e sull'apprezzamento del profilo di rischio.

d) Completezza, coerenza e sostenibilità finanziaria del piano industriale

Al fine di esprimere un giudizio sul piano industriale che riceve, l'esperto deve verificare che il piano sia completo, coerente e finanziariamente sostenibile.

Un piano industriale completo è corredato non solo dai dati prospettici contenuti negli schemi di conto economico, stato patrimoniale e rendiconto finanziario, ma anche da altre sezioni che sono fondamentali per poter apprezzare l'adeguatezza e la ragionevolezza dei dati finanziari prospettici, oltre che per valutare il profilo di rischio associato agli stessi. In particolare, è fondamentale, come

si dirà meglio anche nella prossima sezione, che il piano contenga (i) un'analisi adeguata del contesto competitivo con particolare riguardo ai principali *competitor* e ai segmenti di clientela presenti nel mercato; (ii) una descrizione del modello di business che evidenzia le risorse di cui dispone l'azienda e le competenze distintive, che si soffermi sui vantaggi competitivi di cui gode l'azienda e sulla loro sostenibilità nel tempo; (iii) una descrizione della strategia che la società intende implementare nei prossimi esercizi al fine di accrescere il valore per i propri azionisti; (iv) un piano di azione (*action plan*) che evidenzia come le principali azioni strategiche saranno implementate nei prossimi esercizi; (v) ipotesi, e modello di planning.

Qualora alcune delle suddette sezioni non siano presenti o ben rappresentate nel documento che riceve, l'esperto dovrà ritenere il piano industriale carente e conseguentemente effettuare gli opportuni approfondimenti, richiedendo informazioni e dati supplementari e svolgendo delle interviste ai principali manager aziendali.

Per quanto riguarda la valutazione di coerenza del piano industriale che l'esperto riceve, essa deve essere svolta secondo una duplice dimensione: quella "interna" e quella riguardante la realizzabilità dell'*Action Plan*.

La verifica della coerenza "interna" riguarda l'allineamento esistente tra le diverse componenti del piano e in particolare tra la strategia, il piano di azione, le ipotesi e, infine, i dati previsionali. Problemi di coerenza potrebbero verificarsi, innanzitutto, laddove l'*Action Plan* risulti disallineato rispetto alle intenzioni strategiche ovvero nei casi in cui a precise intenzioni strategiche non corrispondano correlate azioni (investimenti, reperimento di risorse, modifiche organizzative, ecc.). Altra situazione critica potrebbe aversi con un piano in cui le strategie e l'*Action Plan* sono coerenti, senza tuttavia un adeguato riflesso nelle ipotesi e nei dati previsionali.

Un altro aspetto che può influenzare la coerenza di un piano industriale è la realizzabilità dell'*Action Plan*, rispetto: alle risorse attuali e prospettiche di cui l'azienda dispone e si doterà; alla tempistica proposta e; ad eventuali condizioni e vincoli. Un piano industriale può ritenersi coerente se può essere perseguito attraverso il disegno organizzativo predisposto dalla società. A tal fine è necessario che il piano industriale evidenzia, con sufficiente chiarezza, le relazioni tra strategie e azioni organizzative e i conseguenti effetti sulla struttura aziendale (struttura organizzativa, processi produttivi, brevetti, tecnologie possedute e/o acquisibili) e sul *business model*. Questo passaggio risulta molto rilevante ai fini della valutazione dell'*execution risk* che caratterizza il piano.

Per le società che lavorano su commessa, ad esempio, il piano potrebbe prevedere la realizzazione delle commes-

se acquisite in un orizzonte temporale troppo breve per essere rispettato. Altri casi di *Action Plan* di dubbia realizzazione secondo la tempistica ipotizzata sono individuabili in quei piani industriali basati sullo sfruttamento di un patrimonio di risorse e competenze distintive non ancora posseduto o sul raggiungimento di consistenti *performance*, in lassi temporali ristretti, in nuove ASA o in nuove aree geografiche: i tempi lunghi che in genere sono necessari per la realizzazione di tali opzioni rendono improbabili risultati di rilievo in breve tempo. Infine, i piani industriali che prevedono una significativa penetrazione in nuove aree geografiche, lanci di nuovi prodotti o ingresso in nuovi canali distributivi possono portare a forti rischi di implementazione laddove non venga dimostrato che la realizzazione di tali scelte strategiche sia affidata a manager che presentano nei rispettivi *curricula* esperienze simili.

Nella valutazione di coerenza sul piano industriale può avere rilievo la presenza o meno di un sistema di incentivazione del management e delle risorse aziendali e le relative modalità di valutazione delle performance. In particolare, sarebbe opportuno che l'esperto verifichi l'esistenza di un sistema di *rewarding*, le figure aziendali coinvolte, le variabili cui sono legati gli incentivi e l'allineamento di queste ultime ai *key value driver* e quindi agli obiettivi di creazione di valore per gli azionisti descritti nel piano. L'analisi della sostenibilità finanziaria di un piano industriale parte dalla corretta stima dei flussi di cassa ipotizzati dalla società e dall'adeguata copertura di questi ultimi con fonti di finanziamento adeguate. Per un'attenta stima dei flussi di cassa, con particolare riguardo agli *outflow* previsti, assumono rilevanza i cash flow generati dalle *operation* e quelli assorbiti dagli investimenti. Dopo l'analisi dei flussi di cassa, è utile che sia verificato, da un lato, se esiste un equilibrio tra tipologia di fonti ed impieghi, dall'altro, la ragionevole reperibilità delle fonti di finanziamento previste. Se il piano industriale contempla ad esempio un notevole utilizzo del credito bancario (o il rinnovo del medesimo alla scadenza contrattuale), sarà importante che la società giustifichi adeguatamente la propria capacità di indebitamento ed il proprio "merito creditizio".

L'obiettivo finale è verificare che, nel loro complesso, le dinamiche finanziarie supportino il raggiungimento degli obiettivi strategici previsti dal piano. Se così non fosse, l'esperto prima di procedere dovrà chiedere adeguate spiegazioni al management.

e) Analisi del contesto competitivo, del modello di business e dei vantaggi competitivi

Come già indicato in precedenza, è molto rilevante che il piano industriale contenga un'analisi adeguata del contesto

competitivo e del modello di business dell'azienda oggetto di valutazione. Tali informazioni sono essenziali per l'esperto al fine di comprendere: il profilo di rischio intrinseco; i dati prospettici e per definire il corretto tasso di sconto. Inoltre, sono molto utili anche per stimare il tasso "g" utilizzato per calcolare il Valore Terminale (cfr PIV III.1.37). L'esperto dalla lettura del piano o tramite delle apposite interviste al top management deve farsi un'idea del livello di competizione presente nel mercato di riferimento, dell'evoluzione delle quote di mercato, delle barriere all'ingresso e se ci sono dei fenomeni in essere che lasciano intendere un'intensificazione della competizione, quali ad esempio "guerre dei prezzi", entrata di nuovi competitor già operanti in altri contesti geografici con politiche competitive "aggressive", lancio di prodotti sostitutivi caratterizzati da un profilo prezzo/qualità tale da mettere a repentaglio le posizioni competitive della società oggetto di valutazione. Inoltre, deve valutare se la dimensione della società rispetto ai suoi *competitor* e in particolare ai leader di mercato possa rappresentare uno svantaggio competitivo e quindi mettere a repentaglio la tenuta dei dati prospettici.

Per quanto riguarda la domanda di mercato, l'esperto deve analizzarne l'andamento nelle aree geografiche in cui opera o entrerà la società, i *driver* che hanno o che potranno influenzare i *trend* in corso, la tipologia e il profilo di attrattività dei clienti presenti nel mercato rispetto a quelli serviti dalla società, l'eventuale presenza di *switching cost*, possibili cambiamenti delle esigenze in atto o eventuali tendenze in corso (ad esempio inerenti al "livello di servizio") che se non adeguatamente presidiati dalla società possono influire sulla rischiosità dei dati prospettici.

L'esperto deve soffermarsi sul vantaggio competitivo di cui gode la società e sulla sua sostenibilità nel tempo. A tal fine deve analizzare il modello di business adottato dall'azienda, i punti di forza, i fattori critici di successo, attrattività dei brand in portafoglio, il portafoglio clienti (profilo dei clienti, concentrazione, durata delle relazioni commerciali, *revenue model*), le competenze distintive e le risorse disponibili (umane, organizzative, tecnologiche/brevettuali, produttive e distributive). A tal riguardo, l'intervista al top management è certamente un passaggio rilevante al fine svolgere al meglio questa analisi.

f) Modalità di costruzione del piano (top-down - bottom-up - commessa) e modello di pianificazione

L'ultimo e il più rilevante passo che l'esperto deve compiere nell'esame della *prospective financial information* riguarda l'analisi delle assunzioni alla base dei dati finanziari prospettici e del modello di pianificazione adottato

dalla società per tradurre le scelte e le azioni strategiche in prospettive di carattere quantitativo. Tale passaggio darà un contributo decisivo alla formulazione di un giudizio sulla ragionevolezza e adeguatezza dell'informazione prospettica e sul profilo di rischio ad essa associata; inoltre, a valle di questa analisi, l'esperto potrà giudicare se la base informativa presente nel piano sia basata su previsioni e/o proiezioni e conseguentemente definire il più adeguato tasso di sconto.

Come già indicato in precedenza, infatti, un piano per essere considerato completo deve essere corredato da tutte le principali ipotesi alla base dei *key value driver* e dei principali dati previsionali, ovvero le assunzioni attraverso cui, partendo dalle strategie e dall'*Action Plan*, la società è arrivata a definire, sulla base del modello adottato, gli obiettivi quantitativi che intende raggiungere negli esercizi successivi. In particolare, si tratta non solo delle ipotesi alla base delle principali grandezze macroeconomiche (tasso di inflazione, tassi di cambio, andamento PIL, ecc.), ma di quelle alla base dello sviluppo dei ricavi, dei principali costi diretti e indiretti, degli oneri finanziari e della fiscalità, dell'evoluzione del capitale investito, sia fisso sia circolante.

L'analisi delle assunzioni è un passo fondamentale per l'apprezzamento della base informativa prospettica, in quanto quest'ultima potrà essere giudicata adeguata e ragionevole solo valutando i presupposti alla sua base. Informazioni sull'andamento dei prezzi e volumi dei prodotti che la società intende vendere nell'arco di piano, ad esempio, non saranno sufficienti a permettere all'esperto di completare il suo processo di analisi. La società dovrà evidenziare tutti i *kpi* che spiegano l'andamento di tali driver, che dipenderanno dal suo modello di business e dal modello di pianificazione adottato.

Nell'esame delle assunzioni l'esperto deve focalizzare la sua attenzione sui predittori utilizzati dalla società (in ottica consolidata o, in caso di aziende *multibusiness*, per ognuna delle SBU) ovvero quali evidenze sono state considerate al fine di proiettare i dati prospettici (trend storici, ciclo di vita dei prodotti in portafoglio, portafoglio ordini esistente, dati sui clienti ricorrenti, andamento del mercato di riferimento e delle quote di mercato, andamento dell'esercizio in corso) e su quale sia il modello in base al quale è formulata la previsione. Inoltre, deve tener presente che spesso i predittori possono essere diversi per il primo anno di previsione (budget), in genere basati su una base informativa maggiormente obiettiva, rispetto a quelli utilizzati per proiettare i dati per gli esercizi successivi.

Nel caso di società quotate, al fine di valutare la ragionevolezza delle assunzioni presenti nel piano che riceve, è utile che l'esperto acquisisca e analizzi anche il contenuto

degli studi elaborati dagli analisti (*equity analysts*) finanziari che “coprono” il titolo.

Nell'esaminare i trend storici l'esperto dovrà verificare la compatibilità rispetto a quelli tradotti nel piano industriale. In particolare, dovrà verificare in tale ottica il tasso di crescita dei ricavi, l'incidenza sui ricavi dei principali costi diretti e indiretti specifici e l'andamento dei principali margini; laddove dovesse riscontrare delle variazioni rilevanti tra trend storici e prospettici dovrà richiedere opportune spiegazioni al top management. Nell'esaminare il *track record* della società e la sua coerenza con le previsioni future, l'esperto dovrà mantenere un approccio critico non dando per scontato che quanto realizzato dalla società in passato, ad esempio in termini di andamento delle vendite, possa manifestarsi anche in futuro; dovrà sempre focalizzarsi sui predittori e su quei fattori critici di successo che sono alla base della sostenibilità del vantaggio competitivo che posso permettere all'azienda di mantenere una costanza di risultati nel tempo (ad esempio in termini di fatturato generato da parte dei clienti considerabili ricorrenti).

Nell'esaminare il modello di *planning* e il profilo di rischio dei dati prospettici, l'esperto dovrà tenere in considerazione che a seconda del settore di appartenenza le aziende possono seguire delle logiche di *planning* assai differenti, con peculiarità che cambiano profondamente da un business all'altro.

Ad esempio per le società che lavorano su *grandi* commesse, la cui esecuzione viene svolta in un periodo di tempo medio-lungo, l'esperto deve verificare la presenza nel piano del portafoglio commesse acquisite e delle ipotesi relative alla sua alimentazione.

Per le commesse acquisite, già parzialmente eseguite o da iniziare, tipicamente oggetto di previsioni *ad hoc*, l'esperto dovrà prendere visione, per gli esercizi di piano, della previsione di ricavi, costi, margini e investimenti in genere caratterizzata da una elevata visibilità. Si tratta in questo caso di basi ragionevolmente obiettive che permettono di considerare i flussi attesi nella categoria delle “previsioni”.

Quanto alle commesse non ancora in portafoglio, si dovranno verificare le ipotesi circa il numero, le caratteristiche, la scansione temporale e il valore di quelle che potrebbero essere acquisite e realizzate nel periodo di piano. A tal fine è particolarmente utile, al fine di valutare se si è in presenza di “previsioni o proiezioni”, da un lato, l'analisi del processo di acquisizione delle commesse sperimentato dall'azienda, del suo *track record* (trend storici e prospettici del coefficiente di successo - percentuale di gare vinte sul totale partecipate- per le diverse tipologie di commesse) e della sua maggiore o minore competitività a

fronte delle diverse tipologie di commesse che potrebbero manifestarsi; dall'altro, l'analisi del mercato, in modo da stimare sia l'ammontare delle commesse che potrebbero essere appaltate nel mercato di riferimento della società, sia le caratteristiche delle possibili società aggiudicatrici. Per le società che producono e/o distribuiscono beni di largo consumo, la logica normalmente utilizzata nella strutturazione del piano è di tipo *top down*, che si fonda su assunzioni e convincimenti che il management ha maturato circa l'andamento della domanda di mercato dei prodotti e/o servizi (che dovranno essere avallati da previsioni rilasciate da istituti di ricerca accreditati). In questi casi, l'esperto deve verificare come nel piano sia stato circoscritto il reale mercato di riferimento dell'azienda sulla base di variabili quali l'area geografica, la tipologia di clienti, il tipo di prodotto/servizio e i canali distributivi. Se ciò è stato sviluppato in maniera imprecisa il piano rischia di presentare dati previsionali inattendibili.

Il successivo passaggio consiste nell'analisi delle ipotesi alla base dell'evoluzione delle quote di mercato che l'azienda intende raggiungere per ogni linea di prodotto/area geografica/canale distributivo nell'orizzonte di piano: quanto più esse differiscono da quelle storiche, tanto più sarà necessario che il piano spieghi le modalità con cui si raggiungeranno tali obiettivi e si sottrarranno quote di mercato ai concorrenti, al fine di poter qualificare tali dati prospettici quali “previsioni o proiezioni”.

Un modello di *planning* molto diffuso è quello di tipo *bottom-up*, utilizzato in linea generale dalle società che vendono al cliente finale attraverso punti di vendita, dalle società industriali che pianificano le proprie vendite sulla base del portafoglio clienti (o del database di clienti effettivi e potenziali), dell'ARPU ed eventualmente del coefficiente di successo delle “tentate vendite” dei propri venditori. In questi casi, i predittori dei dati previsionali che l'esperto dovrà verificare possono essere molto diversi tra di loro.

Per i piani industriali delle società che vendono tramite una rete di punti vendita, l'esperto, al fine di valutare il profilo di rischio dei dati previsionali (e quindi se si tratta di “previsioni o proiezioni”), dovrà verificare le modalità con cui è stato pianificato l'andamento dei risultati economici dei punti di vendita attuali e di futura apertura nell'arco di piano. Per i negozi già esistenti, si dovrà prestare attenzione ai risultati storici conseguiti (ad es. in termini di fatturato e costi per metro quadro/lineare) e all'efficacia delle strategie che puntano all'eventuale miglioramento degli stessi (che possono ricollegarsi ad esempio alla progressiva messa a regime dei punti vendita o alla accresciuta competitività della *value proposition*). Per i negozi di nuova apertura, l'esperto dovrà verificare la ragionevolezza delle ipotesi in termini di *track record*

(verificando l'allineamento delle ipotesi rispetto ai trend storici realizzati dalla società nelle precedenti aperture effettuate) e dei tempi necessari per trovare le adeguate location e di messa a regime dei negozi.

Molte società industriali tendono invece a pianificare le proprie vendite sulla base del portafoglio clienti attuale e prospettico e dei trend esistenti nel mercato di riferimento. In questo caso, sarà molto utile all'esperto, al fine di valutare se si trova di fronte a "previsioni o proiezioni", la verifica della durata delle relazioni commerciali con un parco clienti che copra una parte largamente preponderante del fatturato storico e prospettico, l'analisi del fatturato storico e prospettico derivante da clienti considerabili "ricorrenti" rispetto all'andamento della domanda di mercato, il trend storico e prospettico di acquisizione e perdita (*churn rate*) di clienti, l'eventuale presenza di contratti "binding" e le forme di rinnovo, il portafoglio ordini esistente, l'eventuale condivisione con i principali clienti delle previsioni di vendita presenti nel piano, le trattative commerciali in essere e il potenziale tasso di successo delle stesse.

Piano parzialmente ragionevole e possibili rimedi

L'esame dell'informazione finanziaria prospettica (descritta nel precedente paragrafo) raramente conduce l'esperto a giudicare sin da subito il piano pienamente ragionevole e utilizzabile ai fini della valutazione. Più spesso l'esperto ha necessità di un confronto con il management per correggere/integrare/richiedere approfondimenti.

In particolare l'esperto è chiamato a verificare, nei limiti di una ragionevole analisi compiuta dall'esterno, che:

- a) il piano non contenga errori o incoerenze evidenti (ad esempio un circolante stabile, a fronte di una crescita del fatturato);
- b) il piano si fondi su un ragionevole legame con *key driver* affidabili (ad esempio la crescita dei ricavi in un'area geografica trovi fondamento su quanto già realizzato in altri paesi caratterizzati da contesti competitivi simili);
- c) il piano risulti credibile (ad esempio perché presenta una redditività in linea con quella realizzata in passato o dall'impresa o da società comparabili o comunque realizzabile sulla base di proiezioni di consenso).

Tali verifiche possono condurre l'esperto ad adottare i seguenti rimedi per esprimere un giudizio più fondato e ragionevole:

• *rimedi di natura quantitativa:*

- a) richiedere alla società di approfondire alcuni aspetti del piano;

- b) richiedere alla società di integrare il piano delle informazioni mancanti;
- c) richiedere alla società di apportare correzioni al piano per la presenza di incongruenze;
- d) richiedere alla società un'analisi delle cause degli scostamenti fra budget e piano del/gli anno/i precedenti;
- e) integrare i flussi prospettici con informazione di fonte esterna;
- f) limitare l'analisi agli anni di piano per i quali esistono adeguati supporti;
- g) ridurre i flussi di piano per incorporare gli effetti di *value drivers* meno aggressivi;

• *rimedi di natura qualitativa:*

- h) svolgere interviste al management e raccogliere informazioni utili;
- i) assumere elementi utili a valutare la capacità della società di eseguire il piano;
- j) assumere elementi utili a comprendere l'eventuale *overconfidence* del management nel piano;
- k) assumere elementi utili per comprendere l'eventuale non neutralità del management rispetto al piano (es. base per incentivi manageriali o base per l'ottenimento di finanziamenti).

Nel caso di interviste è buona prassi che l'esperto trasmetta un elenco di quesiti in forma scritta al management e rediga dopo l'intervista una breve sintesi che riporti le principali informazioni raccolte da inviare al management stesso chiedendo conferma dei contenuti della sintesi.

L'adozione dei rimedi sopra indicati può permettere all'esperto di sanare le carenze riscontrate nel piano e quindi di esprimere un adeguato giudizio di ragionevolezza. Se così non fosse, allora dovrà ritenere il piano non ragionevole.

Piano non ragionevole

Nel caso di giudizio non ragionevole per via del fatto che, ad esempio, il piano è formulato senza alcun riferimento alla storia, al confronto con altre società comparabili e/o con il consenso di mercato e non trova altri riscontri esterni (ad esempio sottoscrizione di capitale da parte dei soci, nuovi finanziamenti, ecc.) l'esperto deve rinunciare a far uso del piano.

Nell'applicazione dell'*income approach* l'esperto dovrà limitarsi a ricavare il valore sulla base della semplice capitalizzazione del risultato corrente normalizzato dopo aver verificato l'esistenza dei presupposti per proiettare quel risultato nel futuro. Quando ne ricorrano le condizioni

(assenza di discontinuità, ecc.) può essere utile far riferimento anche alla storia delle performance della società, assumendo ad esempio una media dei risultati storici.

Nel caso in cui esistano società quotate comparabili è opportuno che l'esperto confronti il multiplo implicito nel risultato dell'*income approach*, con i multipli delle società comparabili (in quanto il criterio dei multipli riproduce in forma sintetica la capitalizzazione del risultato corrente).

Il caso delle imprese di minori dimensioni

L'esperto può essere chiamato a svolgere valutazioni che riguardano un ampio spettro di aziende per dimensioni e complessità. Ai due estremi si collocano, da un lato, aziende grandi e complesse, per le quali è necessario disporre di un'ampia base informativa e, dall'altro, realtà dimensionalmente ed operativamente più semplici, per le quali l'informativa ottenibile non è estesa ma le possibilità di comprensione sono più immediate. Fra gli estremi si interpongono numerose posizioni intermedie.

Le analisi sin qui descritte sono presentate – com'è naturale che sia – nella loro massima articolazione, ma la scelta del percorso in concreto da seguire in un particolare caso può prevedere una modulazione dei criteri applicativi in coerenza con la realtà aziendale da valutare. Ciò che conta è che le eventuali semplificazioni di percorso vengano adottate assicurando in ogni caso il raggiungimento dell'obiettivo di ragionevolezza dell'informazione utilizzata.

Ai fini dell'individuazione delle modalità attuative possono tuttavia essere utili le considerazioni che seguono:

- a. L'adeguatezza della base informativa deve essere valutata dall'esperto, trattandosi di una condizione di base per assicurare la bontà delle sue stime. Il giudizio, in ultima analisi, deve tenere conto di due dimensioni: (i) la materiale disponibilità di informazioni rilevanti e (ii) l'idoneità degli elementi raccolti a sostenere fondatamente le stime. L'obiettivo può dirsi raggiunto se l'esperto può attestare l'indisponibilità di altre fonti informative rilevanti, ottenibili da un ricercatore diligente, e dichiara che ritiene idonea alla formulazione delle sue stime la base informativa raccolta.
- b. L'analisi fondamentale ha in sostanza l'obiettivo di trarre (dalle prospettive generali, dalla dinamica competitiva e dalla storia dell'azienda) gli elementi necessari alla stima o alla verifica dei risultati prospettici. L'esperto può anche seguire percorsi di analisi semplificata, ma deve essere in grado di stabilire quanto meno: (i) se l'azienda è in fase sta-

zionaria, oppure in crescita, oppure di declino; (ii) quali sono i driver che caratterizzano tale condizione (dinamica dei risultati e degli investimenti; dati tendenziali di lungo periodo, necessari per la stima del valore terminale).

- c. La selezione delle metodologie da applicare deve sempre avvenire in coerenza con le analisi che precedono. Ad esempio, quando mancano segnali che indichino un'evoluzione tendenziale dei risultati dell'azienda, l'esperto può formulare un'ipotesi di stazionarietà e quindi appoggiare le stime ad una normalizzazione dei risultati del recente passato. Oppure, in presenza di risultati la cui sostenibilità nel lungo periodo appare dubbia, può limitare ad alcuni anni il calcolo di un *goodwill*, con il tradizionale metodo patrimoniale-reddituale. Lo stesso può dirsi, simmetricamente, in presenza di un arretramento temporaneo per il quale può essere stimato un *badwill*. Le valutazioni comparative di mercato possono essere difficili nel caso delle aziende di minori dimensioni. L'esperto potrà tuttavia sempre verificare come i valori di mercato si posizionino rispetto ai valori intrinseci, nel caso di aziende in qualche modo accostabili a quella in esame.

Una check list per l'esperto

Di seguito è riportata a solo titolo esemplificativo e non esaustivo il percorso di analisi da compiere per poter esprimere un giudizio fondato di ragionevolezza (piena, limitata o di non ragionevolezza) dell'informazione finanziaria prospettica. Le analisi da compiere debbono essere valutate dall'esperto in relazione agli specifici fatti e circostanze ed il percorso da compiere non costituisce nulla più che una semplice traccia di riferimento (nel senso che specifici fatti e circostanze possono far ritenere superflue talune analisi o del tutto insufficienti altre).

L'esperto dovrebbe fornire nella propria relazione indicazione delle analisi compiute a supporto del proprio giudizio di ragionevolezza dell'informazione finanziaria prospettica.

Dapprima l'esperto dovrebbe compiere alcune verifiche che riguardano:

1. la identificazione de: la finalità per la quale l'informazione finanziaria è stata prodotta, il soggetto responsabile dell'informazione finanziaria prospettica, il processo alla base dell'esercizio di previsione.
2. se l'informazione finanziaria prospettica è redatta in conformità con i principi contabili adottati dall'entità oggetto di valutazione ai fini della reda-

- zione del proprio bilancio o viceversa quali siano le differenze/scostamenti;
3. se l'informazione prospettica è coerente con quella prodotta/utilizzata ad altri fini (ad esempio se l'informazione prospettica a supporto di un aumento di capitale è coerente con l'informazione prospettica utilizzata nell'ultimo *impairment test*)
 4. se l'informazione prospettica è aggiornata rispetto alla data di riferimento della valutazione o comunque è ancora valida o se invece richiede di essere aggiornata;
 5. se esistono riscontri esterni a supporto del giudizio di ragionevolezza (previsioni di consenso di *equity analysts*, affidamento di finanziamenti, sottoscrizione di aumento di capitale da parte di soggetti informati – *strategic buyer* o *information buyer*, ecc.) e se esistono controlli diretti (esempio attestazioni ISAE 3400) e se possibile effettuare confronti con il soggetto che ha compiuto controlli diretti;
 6. la lista dei supporti informativi interni ed esterni utilizzati dall'entità per formulare le proprie previsioni e la coerenza fra tali supporti e le assunzioni effettivamente formulate

Successivamente l'esperto dovrebbe seguire un percorso di analisi strutturato che preveda :

- A) Analisi delle assunzioni alla base dell'informazione finanziaria prospettica. L'esperto è chiamato a:
1. valutare la completezza delle assunzioni per ciascun fattore chiave identificato;
 2. rivedere la documentazione di supporto fornita dalla parte responsabile ed identificare le assunzioni rispetto alle quali i risultati sono più sensibili;
 3. valutare la coerenza delle assunzioni con le previsioni di consenso relative ai settori ed alle economie nelle quali l'entità opera;
 4. valutare gli elementi a supporto delle assunzioni, riservando particolare attenzione a quelle assunzioni che:
 - a. rivestono un peso non trascurabile sul risultato finale;
 - b. sono particolarmente esposte a possibili cambiamenti;
 - c. comportano deviazioni rispetto al trend storico;
 - d. sono particolarmente incerte.
- B) Analisi di società comparabili e della concorrenza. L'esperto è chiamato a:
5. effettuare un confronto con le previsioni di entità

- simili (se disponibili) e considerare se gli elementi chiave alla base delle previsioni di entità simili siano stati considerati anche dalla specifica entità oggetto di valutazione;
6. valutare la coerenza fra l'informazione finanziaria prospettica e l'andamento di società comparabili (indici di redditività, intensità di capitale, ecc.) ed eventualmente analizzare le ragioni delle differenze;
7. utilizzare la propria conoscenza del settore e dell'impresa per identificare eventuali fonti di rischio che non sono state considerate nell'informazione finanziaria prospettica e che potrebbero essere rilevanti, quali trend di mercato, clima competitivo, regolamentazione ed eventuali evoluzioni normative, esposizione ad evoluzioni sociali, economiche, politiche e tecnologiche, dipendenza dai principali clienti e fornitori;

C) Analisi della storia più recente dell'azienda. L'esperto è chiamato a:

8. valutare se l'informazione storica possa essere una base di confronto utile e sufficientemente affidabile per valutare la ragionevolezza dell'informazione prospettica;
9. analizzare la storia più recente dall'azienda ed identificare i fattori principali in grado di influenzare i risultati;

D) Analisi ed integrazione della base informativa di fonte societaria. L'esperto è chiamato a:

10. analizzare tutta l'informazione pubblica ed interna resa disponibile dalla società , verificandone la coerenza con l'informazione finanziaria prospettica (che può essere finalizzata ad uno specifico obiettivo diverso da quello della valutazione);
11. prevedere interviste al soggetto responsabile dell'esercizio di previsione in relazione a possibili fattori addizionali che non sono stati considerati nella previsione o a cambiamenti nelle assunzioni relativamente a tali fattori;
12. identificare per i fattori chiave l'esistenza di eventuali altre fonti di supporto non utilizzate dall'entità o di evidenze in contrasto con le assunzioni formulate.
13. valutare se l'esercizio di previsione si estende per un periodo di tempo per il quale si dispone di adeguati supporti alle assunzioni, alla luce:
 - a. della natura del settore in cui opera l'azienda;
 - b. del trend storico di performance della specifica entità e dei suoi concorrenti;

14. quando i supporti per le assunzioni sono rappresentati da pareri di esperti (legali, fiscali, tecnici, ecc.):
 - a. considerare lo *standing* professionale dell'esperto in relazione alla rilevanza del parere;
 - b. valutare se non sia opportuno disporre di altri pareri;
 - c. verificare la coerenza fra il parere e le assunzioni formulate dall'impresa (ad esempio il parere prospetta situazioni anche diverse da quella considerata dall'impresa come più probabile).

E' opportuno infine che l'esperto ottenga una *representation letter* dal soggetto responsabile dell'informazione finanziaria prospettica che contenga una dichiarazione in merito al fatto che tutta l'informazione rilevante è stata fornita all'esperto, ivi compresa l'informazione in merito ad eventuali passività potenziali, e che l'informazione finanziaria prospettica costituisce la migliore previsione formulabile da parte del soggetto responsabile.

Conclusioni

L'analisi di ragionevolezza dell'informazione finanziaria prospettica non esaurisce il compito dell'esperto nella individuazione degli input ai fini della applicazione dei criteri reddituali o finanziari.

Infatti anche quando l'esperto giudichi ragionevole l'informazione finanziaria prospettica, non significa che l'ultimo anno di previsione esplicita debba necessariamente costituire la base per la stima del valore terminale. Ad esempio in un settore ciclico il valore terminale dovrebbe essere stimato sulla base di un risultato medio di ciclo, per un'impresa che gode di un vantaggio competitivo temporaneo il valore terminale dovrebbe essere stimato sulla base di un risultato che riflette il venir meno del vantaggio competitivo, ecc.

In linea di principio il valore di un'impresa può essere concepito come somma di due componenti: il valore attuale lordo degli *asset in place* ed il valore attuale netto dei futuri

investimenti concretamente realizzabili dall'impresa in relazione allo specifico vantaggio competitivo di cui dispone. Più in generale l'esperto deve considerare quali sono gli effetti del piano sul risultato finale della stima ottenuta sulla base dell'*income approach*.

Al riguardo gli elementi da considerare sono:

- a) le differenze fra la situazione corrente dell'entità e la situazione che la stessa prevede di raggiungere a fine piano. Al riguardo l'esperto è chiamato a verificare non solo gli incrementi assoluti delle voci di risultato (ricavi, Ebitda, Ebit, reddito netto), ma anche: la dinamica degli indici di redditività (ROIC, ROE, ROS, ecc.) impliciti; la dimensione che si prevede raggiungerà l'impresa (ad es. in termini di quote di mercato, ecc.); e valutare la coerenza di tali previsioni;
- b) l'orizzonte temporale coperto dal piano. L'esperto deve essere consapevole che se i risultati di piano crescono ad un saggio superiore al costo del capitale, l'uso di un piano più protratto finisce con il determinare un valore di stima più elevato. Naturalmente il valore di un'impresa non può essere frutto dell'estensione dell'orizzonte del piano formulato dal management, ma piuttosto è l'estensione del piano che dovrebbe essere funzione di variabili di natura fondamentale, quali: la fase di vita dell'impresa; l'imprevedibilità dell'ambiente in cui l'impresa opera; l'incertezza che grava sulle variabili macro economiche e macro finanziarie; il rischio paese, ecc.
- c) il flusso da proiettare ai fini della stima del valore terminale. A tal riguardo è opportuno considerare che il valore terminale non necessariamente deve fondarsi sull'ultimo anno di piano. Il valore terminale esprime la capitalizzazione di un risultato che è ragionevole attendersi oltre il periodo di previsione esplicita e deve fondarsi su una attenta analisi della possibile evoluzione: dei vantaggi competitivi dell'impresa; dell'ambiente competitivo; del modello di business.

LA VALUTAZIONE DEI DANNI CONNESSI AD ATTIVITÀ AZIENDALI: ALCUNE ANTICIPAZIONI

DI GUALTIERO BRUGGER

L'OIV, con un apposito gruppo di lavoro, ha affrontato anche il compito di definire le linee guida per la valutazione dei danni legati ad attività aziendali. La connessione con gli scopi istituzionali dell'Organismo è evidente: un danno, in linea generale, causa sempre una perdita di valore dell'azienda colpita. A volte gli effetti restano confinati in un ambito circoscritto; altre volte è necessario formulare (o riformulare) una valutazione aziendale completa, in uno scenario appesantito dal danno.

Le lesioni che possono manifestarsi nell'esercizio di attività economiche sono molto numerose. Il caso più intuitivo è rappresentato dall'inadempienza contrattuale, per l'imperfetta esecuzione di prestazioni oppure per l'interruzione di rapporti durevoli. Però sono frequenti anche i casi di lesioni causate da comportamenti inappropriati di natura commerciale, da scelte di gestione censurabili, da inadeguato esercizio della funzione di direzione e controllo, da comunicazioni sociali inappropriate, da operazioni societarie lesive di legittimi interessi.

Sin dal principio si è rivelato necessario disporre di un'adeguata base di riferimento, rappresentata dai principi giuridici comuni alla liquidazione dei danni di natura contrattuale e extra contrattuale. La materia non è di competenza diretta dell'OIV, ma ha dovuto essere affrontata (facendo appello alla normativa vigente, alla dottrina e alla giurisprudenza) per porre le premesse necessarie alle analisi economiche.

E così si è preso atto dei titoli giuridici per il riconoscimento del danno (la violazione del contratto e l'illecito extracontrattuale) come pure degli elementi della teoria del danno (con particolare riferimento all'interesse contrattuale positivo e negativo). Sono state poi precisate le diverse componenti del danno risarcibile (danno emergente, lucro cessante e perdita di *chance*), come pure i criteri per l'accertamento della causalità giuridica del danno, per l'esercizio del dovere di mitigazione degli effetti lesivi, per la verifica della prevedibilità del danno. Quest'ultimo aspetto è all'origine di due prospettive diverse. Nell'illecito contrattuale non di origine dolosa il danno, secondo la normativa, deve

essere prevedibile per chi opera la lesione; nell'illecito extra contrattuale questa limitazione non sussiste.

Uscendo dalla sfera del diritto per entrare in quella dell'economia, il primo tema affrontato è quello della verifica economica dell'esistenza di un danno, tenendo conto delle delimitazioni di natura giuridica. Al tal fine si prospettano cinque principali fasi:

- a) anzitutto è necessario provare l'esistenza di un fatto lesivo, identificandone la natura (condotta commissiva od omissiva, inadempimento colposo o doloso), e l'eventuale concorso da parte del danneggiato alla formazione del danno;
- b) occorre poi provare che il fatto lesivo sia la causa dominante del danno patito e che quest'ultimo non sia eccessivamente remoto. Nel caso dell'inadempimento contrattuale si deve anche dimostrare che il danno fosse ragionevolmente prevedibile;
- c) in terzo luogo è necessario considerare i costi ed i benefici dell'azione di mitigazione che il danneggiato ha intrapreso, o al contrario occorre isolare l'aggravio delle conseguenze negative delle lesioni per effetto dell'assenza di azioni di contenimento che il danneggiato avrebbe dovuto intraprendere e non ha intrapreso;
- d) in quarto luogo occorre considerare l'eventuale perdita di *chance* relativa a programmi o iniziative che ragionevolmente il danneggiato avrebbe potuto perseguire con una probabilità non trascurabile di successo;
- e) da ultimo, occorre identificare quando interrompere la catena di conseguenze dell'evento dannoso ai fini della stima del danno. Ciò dipende sostanzialmente dalla sua origine: contrattuale o extracontrattuale.

L'analisi della causalità economica del danno, in particolare, è diretta a verificare:

- a) l'imputabilità o meno al debitore del fatto illecito (*l'an debeatur*);
- b) l'esistenza o meno di un *quantum debeatur*;

- c) le conseguenze del danno, diverse come si è detto a seconda che si tratti di illecito contrattuale o extra contrattuale;
- d) la dimostrabilità con analisi attendibili delle conseguenze. Il risarcimento deve infatti discendere da una stima dimostrabile con un sufficiente grado di certezza (più probabile che non). In relazione ai limiti informativi, l'esperto è chiamato ad identificare la quantificazione più ragionevole alla luce degli elementi disponibili;
- e) l'adottabilità della prospettiva *ex ante* o *ex post* nell'analisi economica. La differente prospettiva si presenta ad esempio quando il prezzo del bene danneggiato ha subito una variazione rilevante fra il momento in cui si è verificato l'illecito ed il tempo di stima del danno. In questi casi l'analisi economica assume rilievo per verificare se ed in quale misura si debba considerare l'aumento o la diminuzione del valore di mercato del bene.

Nel caso di inadempimento contrattuale il danno deve essere collegato alla situazione in cui si sarebbe trovato il danneggiato se il rapporto fosse stato regolarmente eseguito (*interesse contrattuale positivo*). Questo interesse considera tutti i mancati ricavi al netto dei costi non sostenuti. Per ragioni pratiche connesse alla difficoltà di misurare con ragionevole certezza l'interesse positivo, quando il danno procurato riguarda lesioni di natura prevalentemente patrimoniale può risultare più opportuno compiere la stima nella prospettiva dell'*interesse contrattuale negativo*. In questo caso il risarcimento è diretto a collocare il danneggiato nella stessa situazione in cui si sarebbe trovato se non avesse concluso il contratto.

Nel caso di illecito extracontrattuale, invece, il danno va sempre commisurato alla situazione in cui si trovava il danneggiato prima di subire l'atto lesivo (*interesse negativo*). L'interesse negativo considera tutti i costi sostenuti ed i mancati redditi che sarebbero stati realizzati se si fossero potute sfruttare le opportunità alle quali il danneggiato ha dovuto rinunciare.

L'analisi della derivazione causale del danno richiede un processo in più fasi. Non si tratta solo di compiere una verifica economica in senso stretto (identificazione dei nessi di causa ed effetto pertinenti), ma anche un accertamento di tipo materiale degli eventi (identificazione dei fatti rilevanti) e un'analisi giuridica (identificazione dell'area delle responsabilità). In sostanza occorre esaminare in successione:

- a) la *causalità materiale*, che riguarda la relazione di-

retta fra la condotta (commissiva od omissiva) e il danno. Ad esempio nel caso di inadempimento contrattuale la causalità materiale è rappresentata dal mancato adempimento che ha comportato una lesione del patrimonio del danneggiato;

- b) la *causalità economica*, che riguarda la relazione fra la condotta (commissiva od omissiva) e le conseguenze negative ad essa attribuibili con ragionevole certezza. Ad esempio nel caso di un comportamento lesivo della concorrenza la causalità economica individua la relazione fra tale comportamento e gli effetti negativi attribuibili specificamente a tale condotta;
- c) la *causalità giuridica*, che riguarda la relazione fra la condotta (commissiva od omissiva) ed il danno risarcibile.

È importante osservare che l'area della causalità giuridica può essere più ristretta di quella della causalità economica, come tipicamente avviene nel caso dell'illecito contrattuale colposo, quando il danno risarcibile è delimitato dalla sua *prevedibilità*. Nei casi dolosi, o di illecito extra contrattuale, l'analisi degli effetti economici può invece svolgersi con pienezza in ogni direzione.

Gli obiettivi dell'attivazione della responsabilità contrattuale sono in sintesi i seguenti:

- a) reintegrare il patrimonio del creditore delle conseguenze negative prevedibili dirette ed immediate dell'inadempimento (tendenzialmente rendendo il soggetto colpito indifferente fra la situazione in cui si sarebbe trovato se il contratto fosse stato regolarmente adempiuto e la condizione del risarcimento);
- b) compensare – ma non arricchire – il danneggiato, in relazione ai rischi effettivamente sostenuti (il creditore ha diritto a ricevere nulla di più e nulla di meno di quanto ha effettivamente perso, tenuto conto degli investimenti effettuati);
- c) favorire un'atmosfera di fiducia negli scambi commerciali. Ciò comporta che i contraenti non debbano sostenere costi specifici addizionali rispetto alla normale diligenza che il contratto impone per analizzare le caratteristiche della controparte e la sua capacità di adempiere.

Gli obiettivi dell'attivazione della responsabilità da illecito extracontrattuale sono invece i seguenti:

- a) reintegrare il patrimonio del creditore di tutte le conseguenze ragionevolmente imputabili all'atto

illecito (escludendo solo quelle conseguenze assolutamente imprevedibili perché eccezionali);

- b) disincentivare il fatto illecito tutelando gli interessi lesi in modo pieno ed assoluto.

La distinzione fra i due tipi di responsabilità (da inadempimento contrattuale o da illecito extracontrattuale) assume particolare rilievo con riguardo a due profili molto importanti nell'analisi della causalità economica del danno, delineabili come segue:

- a) il grado di qualificazione soggettiva del danno. Uno stesso evento dannoso può infatti generare conseguenze molto diverse in capo a soggetti diversi. Ma - come si è detto - nel caso di inadempimento contrattuale le conseguenze trovano un limite nella regola della normalità (prevedibilità), mentre nel caso di altro illecito si possono considerare tutte le specificità del soggetto danneggiato;
- b) la prevedibilità del danno (nell'entità come nella tipologia) e delle sue conseguenze. La concatenazione degli eventi è per sua natura più limitata nel caso della responsabilità contrattuale, mentre è più estesa nel caso della responsabilità per altro illecito.

L'analisi della causalità economica deve essere ben strutturata e presentata in forma comprensibile.

Anzitutto deve essere in grado di dare una risposta alle seguenti domande:

- a) il soggetto colpito avrebbe subito comunque il danno se l'illecito extracontrattuale o l'inadempimento contrattuale non fossero avvenuti?
- b) il danneggiato avrebbe subito ugualmente la lesione se avesse avuto una esposizione normale al rischio di inadempimento o di illecito? (ovvero se avesse adottato le normali misure preventive?)
- c) il danneggiato avrebbe subito il medesimo danno se avesse messo in atto adeguate misure di mitigazione degli effetti subiti?
- d) il soggetto che ha subito l'atto lesivo è il reale danneggiato, oppure ha traslato a valle o a monte le conseguenze dell'evento dannoso?
- e) esiste la concorrenza di più eventi lesivi ciascuno da solo in grado di causare il danno?
- f) per quanto si estende il periodo per il quale va calcolato il danno?

Le ipotesi assunte devono essere adeguatamente illustrate nel lavoro dell'esperto e l'analisi di sostegno deve essere adeguata.

La valutazione quantitativa dei danni associati ad operazioni economiche richiede una particolare applicazione dell'*analisi differenziale*, e cioè della metodica che permette di identificare gli effetti rilevanti nella sfera dell'economia di ogni decisione aziendale. Ai fini di qualsiasi scelta di comportamento è infatti necessario e sufficiente prendere in esame le manifestazioni economiche che conseguono alla particolare ipotesi di condotta e che in sua assenza non si verificherebbero. Nel caso in cui debba essere istituito un confronto fra due o più alternative, questo può essere limitato alle sole grandezze economiche che differenziano i percorsi allo studio, trascurando gli elementi che restano invariati. Questo è il quadro generale nel cui ambito si colloca anche la valutazione dei danni, con le precisazioni di natura giuridica già viste in precedenza.

In linea di principio, ogni evento dannoso procura una perdita di valore dell'azienda colpita. Tuttavia solo nei casi più gravi si rende necessario procedere ad un confronto fra due valutazioni integrali dell'intero complesso aziendale. Quando gli effetti lesivi sono limitati nel tempo (ad esempio alla durata di un contratto, alla vita utile di un bene o agli effetti naturali di un provvedimento), anche in seguito ai doverosi interventi di mitigazione, senza incidere sul valore terminale dell'azienda, l'analisi può essere limitata alla parte del sistema che è direttamente colpita dal fatto lesivo.

Gli effetti da esaminare possono essere costituiti da variazioni nei costi, nei ricavi e negli investimenti (oltre che nei rischi), nella duplice forma di incrementi o di decrementi. Ai fini dell'analisi sono perciò da considerare differenziali, e dunque rilevanti, quei maggiori o minori costi, ricavi e investimenti (con i rischi propri dello scenario di riferimento) che sono da imputare in via immediata e diretta alla linea di condotta esaminata, poiché non si manifesterebbero nel caso in cui non fosse formulata la relativa scelta. Gli elementi che invece non si modificano non sono rilevanti ai fini della decisione.

In concreto, l'analisi differenziale richiede l'esame delle variazioni che intervengono fra due situazioni soggettive:

- a) la *situazione effettiva* che presenta il soggetto in ipotesi danneggiato (eventualmente rettificata per tenere conto degli interventi di mitigazione del danno ragionevolmente possibili e quindi dovuti);
- b) la *situazione rivendicata*, che può assumere contorni diversi.

Il confronto fra le due situazioni deve permettere di individuare gli elementi che variano e che pertanto sono da

considerare rilevanti ai fini della valutazione del danno, separandoli da quelli che non subiscono modificazioni e che pertanto non influenzano il calcolo. La ragionevolezza dei dati economici che caratterizzano i due termini del confronto – e in particolare la situazione rivendicata – deve essere naturalmente sottoposta a verifica con le procedure che vedremo in seguito.

La richiesta di risarcimento può in sostanza fare appello:

1. alla situazione preesistente all'atto ritenuto lesivo;
2. alla situazione attesa, sulla base di aspettative considerate normali;
3. alla situazione attesa, sulla base di linee di condotta operativamente definite;
4. alla situazione attesa, sulla base di un programma virtuale.

Il primo caso si verifica ad esempio quando il soggetto danneggiato è colpito da una cattiva prestazione, da un atto di concorrenza sleale, dagli effetti di scelte errate. Il termine di riferimento spontaneo è la situazione antecedente (che peraltro deve essere seguita nella sua evoluzione naturale).

Il secondo caso si presenta ad esempio quando è colpito un investimento (immobiliare o finanziario, ma anche industriale) che non ha senso (o comunque è difficile) seguire nei mancati sviluppi specifici, sicché la rivendicazione fa appello ai rendimenti alternativi di mercato per operazioni simili (anche sotto il profilo del rischio). L'utilizzo di un rendimento medio-normale può intervenire anche nel caso dei progetti operativamente definiti, per il trattamento dei flussi intermedi (la cui destinazione specifica non è nota).

La terza situazione si presenta ad esempio nel caso della cattiva esecuzione di un rapporto contrattuale esteso nel tempo, ovvero dell'interruzione del rapporto stesso, per il quale le variabili rilevanti sono ben identificate e presentano una elevata visibilità.

L'ultimo caso si verifica per effetto della caduta di accordi di investimento, di progetti di collaborazione o di nuove iniziative aventi natura di semplici "chances", perché non munite di una strutturazione operativa in atto che conferisca visibilità alle relative variabili economiche.

Come già abbiamo detto, l'ampiezza dell'esplorazione, ai fini della ricerca degli effetti differenziali, è diversa a seconda che l'origine del danno sia costituita da un illecito

di natura contrattuale colposo, oppure extra-contrattuale (o contrattuale doloso). Nel primo caso, infatti, le conseguenze immediate e dirette per il soggetto colpito devono essere prevedibili in base alla normale successione degli eventi, sicché il soggetto inadempiente ne dovrebbe avere la consapevolezza. Questa limitazione non sussiste nel caso dell'illecito extra-contrattuale, in presenza del quale dovranno essere individuate tutte le conseguenze che si sono manifestate per il creditore, siano esse prevedibili o non prevedibili dal debitore, per fatti e a lui noti o non noti.

Nell'esame delle diverse situazioni è poi utile tenere presente che in un contenzioso il *focus* può essere rappresentato:

- 1) dalla *lesione di un'attività patrimoniale*, come accade quando si manifestano dei vizi nella fornitura di macchinario o nell'esecuzione di opere; al *danno emergente*, che richiama in primo luogo l'attenzione, può peraltro accompagnarsi anche un *lucro cessante*, a volte limitato nel tempo ed a volte più esteso (nonostante gli interventi di mitigazione);
- 2) dalla *lesione di uno scenario economico*, che peraltro può unire al *lucro cessante*, che rappresenta il fatto centrale, uno spreco di investimenti portatore di un *danno emergente*. Lo scenario economico, come già abbiamo detto, può riferirsi ad un segmento limitato oppure all'intero sistema aziendale e può essere caratterizzato da un maggiore o minore grado di definizione.

Il peso relativo della componente patrimoniale e della componente reddituale influenza l'impostazione delle analisi, pur nella doverosa completezza delle conclusioni. Nel caso delle lesioni di natura essenzialmente patrimoniale (ad esempio per l'inadeguata realizzazione di un'opera) non è generalmente difficile individuare gli aggravati dei costi (danno emergente) e le perdite di benefici (lucro cessante) subiti, ai quali a volte può associarsi anche una perdita di *chance*.

Più complessa è l'analisi quando la lesione colpisce uno scenario economico altrimenti definito, come avviene con l'interruzione di un rapporto contrattuale durevole. Ad esempio, se è troncato un rapporto di distribuzione commerciale gli effetti economici rilevanti per il distributore sono i seguenti:

- a) i *costi iniziali* (non ricorrenti) da sostenere per acquisire il contratto e per porre le premesse di un efficace svolgimento del rapporto;

- b) i *benefici netti incrementali* annui conseguibili nel periodo di durata del rapporto, misurati dalla differenza fra ricavi e costi addizionali (ricorrenti) dovuti allo svolgimento delle operazioni previste dal contratto;
- c) gli *oneri di fine rapporto*, destinati a manifestarsi appunto alla conclusione del contratto (il cui rinnovo non è garantito).

Gli elementi del primo gruppo (*costi iniziali*) sono tipicamente rappresentati:

- 1) dai costi connessi all'acquisizione del contratto, in parte di carattere interno ed in parte dovuti all'utilizzo di servizi esterni (in particolare legali);
- 2) dai costi, non di natura ricorrente, da sostenere per mettere l'organizzazione del distributore in grado di far fronte ai nuovi impegni: ne sono esempio gli eventuali oneri straordinari di impianto o di adeguamento della rete commerciale;
- 3) dai costi di lancio, dovuti alla campagna promozionale di esordio.

I *benefici netti annui incrementali* devono essere valutati ponendo a confronto i ricavi addizionali che il distributore può attendersi dal rapporto contrattuale ed i costi addizionali di tipo ricorrente che l'operazione comporta.

I ricavi sono stimabili applicando alle vendite complessive previste (anche d'intesa con il produttore) la quota di mercato che il distributore mediamente realizza negli altri rapporti confrontabili. A causa della dilatazione dei tempi di giustizia, le vendite complessive stimate *ex ante* sono poi sostituite dalle vendite effettive realizzate in via autonoma dal produttore dopo l'interruzione del contratto, e adeguando di conseguenza l'intero piano pluriennale. La quota di mercato è sempre quella che il distributore dimostra di essere riuscito a realizzare con la commercializzazione di prodotti simili.

I costi differenziali comprendono:

- 1) i costi speciali dovuti alla particolare iniziativa, e dunque ad essa direttamente imputabili;
- 2) i costi variabili di distribuzione sostenuti dal distributore, tratti dalla sua esperienza storica;
- 3) l'incremento dei costi comuni all'intera organizzazione del distributore, dovuto all'esigenza di adeguare le strutture esistenti al livello richiesto dal nuovo volume di attività raggiunto per effetto del contratto; incremento stimato in base ai parametri empirici disponibili.

Non vanno dimenticati gli *oneri terminali*, essenzialmente dovuti all'esigenza di ridimensionare l'apparato organizzativo del distributore per renderlo compatibile con il diminuito livello di attività conseguente alla cessazione del rapporto contrattuale, ed agli squilibri che nel corso di tale processo possono verificarsi. Gli oneri in parola sono tipicamente costituiti:

- 1) dai costi di ristrutturazione veri e propri;
- 2) dagli eccessi di costi di struttura che a volte devono essere sopportati per qualche tempo, non potendo essere istantaneo il processo di ridimensionamento;
- 3) dalle conseguenze indirette della ristrutturazione, che può essere all'origine di turbative e di difficoltà di varia natura.

E' importante sottolineare che questi oneri terminali sono una conseguenza fatale del venir meno del rapporto contrattuale. Naturalmente il distributore avveduto si adopererà per fronteggiare tali negative conseguenze con misure adeguate, soprattutto di tipo preventivo; in particolare cercherà di dotarsi di strutture elastiche, al fine di limitare gli ostacoli ad un eventuale cambiamento di assetto, e di ridurre con un'efficace programmazione i fenomeni di discontinuità nel tempo dei carichi operativi.

Ancora più complessa è l'analisi quando la lesione compromette uno scenario economico *virtuale*, come ad esempio in relazione al lancio di una nuova iniziativa. Si faccia il caso della caduta di una *joint-venture* fra un *partner* tecnico e un *partner* finanziario, dovuta al mutato indirizzo strategico del secondo; iniziativa costituita per la realizzazione di una particolare gamma di prodotti. L'accordo di investimento prevedeva la capacità produttiva minima da realizzare ed alcune unità d'impianto erano già state "opzione" con le imprese costruttrici. Una bozza di *business plan* aveva pure formato oggetto di approvazione congiuntiva, prima che il rapporto fra i *partner* si incrinasse.

La valutazione del danno, cioè dello svilimento subito dalla partecipazione del socio tecnico, in pratica richiede la stima del valore di mercato di un'azienda non costruita, il quale comporta l'elaborazione di un *business plan* "virtuale", modulato a seconda del livello di capacità produttiva che sarebbe stato aggiunto. Il percorso valutativo in questi particolare caso si svolge come segue:

- a) dimostrazione del diffuso interesse in quel periodo storico per le produzioni oggetto della *joint venture*;

- b) costituzione di un plausibile piano industriale (articolato per più livelli di capacità produttiva) sulla base:
- dei prevedibili prezzi di mercato dei prodotti;
 - dei costi operativi e dei costi di investimento risultanti dall'esame dei bilanci di società confrontabili (in parte dalle offerte già disponibili dei costruttori);
 - degli impieghi in capitale circolante pure risultanti dall'esame di società confrontabili;
 - della struttura finanziaria e delle condizioni dei finanziamenti mostrati dalle aziende del settore, in coerenza con gli impegni di capitalizzazione assunti dai *partner*.
- c) valutazione della *joint-venture*, partendo dal piano industriale a più livelli, in base ai parametri (costi del capitale e multipli di mercato) desunti dalle società del settore quotate.

Nel nostro caso si tratta di una *start-up*, circostanza da considerare con attenzione soprattutto per apprezzare il profilo di rischio dell'iniziativa. Tuttavia all'epoca erano presenti anche società confrontabili quotate, in attività da pochi anni.

La stima dello svilimento subito dalla partecipazione del *partner* tecnico è dunque legata al perduto valore di mercato dell'azienda che avrebbe potuto nascere in attuazione di un *business plan* virtuale, ancorato tuttavia a concrete evidenze di mercato.

In altra prospettiva, è interessante considerare anche il possibile profilo dell'illecito arricchimento. Si faccia il caso sempre di una *start-up* partecipata per la maggioranza da un socio tecnico e per il residuo da una grande società operante in segmenti di *business* complementari. La *start-up* ha sviluppato una nuova applicazione *software* di cui non ha ancora iniziato la commercializzazione, ma per la quale i *test* di mercato hanno mostrato una grande rispondenza alle esigenze di particolari utenti. La società di grandi dimensioni, dotata di una notevole capacità finanziaria, ha copiato l'applicazione e l'ha diffusa sul mercato realizzando volumi di vendita molto più elevati di quelli previsti dalla piccola *start-up*. Quest'ultima è costretta ad abbandonare il progetto e a mettersi in liquidazione.

Il socio tecnico rivendica un risarcimento, con la seguente composizione: (a) il danno emergente (la differenza fra il capitale conferito all'atto della costituzione e quanto ricevuto in sede di liquidazione); (b) il lucro cessante (il valore di avviamento perduto sulla base del piano indu-

striale approvato dal Consiglio di Amministrazione della *start-up*, considerato sostenibile in base a molti elementi); (c) l'ingiusto arricchimento conseguito dal socio di minoranza (pari alla differenza fra i risultati ottenuti da quest'ultimo e quelli che avrebbe conseguito la *start-up*).

La situazione rivendicata, di determinante importanza ai fini dell'analisi differenziale, deve naturalmente essere dimostrata con i idonei strumenti di convalida. Se, come negli esempi precedenti, esiste un piano industriale ufficialmente approvato, di solido impianto, o anche solo una bozza di piano, da completare con criteri di ragionevolezza, il compito è agevolato. Tuttavia anche in presenza di tali elementi può essere necessario rivedere il piano in considerazione dell'effettivo andamento dei principali *driver* sottostanti. Se poi mancano delle basi di appoggio preesistenti, costituite in epoca non sospetta (e magari anche condivise), le analisi si fanno più complesse.

In generale si può osservare che la costruzione dello scenario rappresentativo della situazione rivendicata da chi ha subito il danno richiede il rispetto di principi analoghi a quelli che devono essere seguiti per la stesura dei piani aziendali. Devono perciò essere soddisfatti i requisiti di coerenza sulla base dei quali viene valutata la credibilità di tali documenti.

La coerenza esterna, sul piano pratico, può essere apprezzata ponendo a confronto lo scenario rivendicato con l'andamento *ex post* di variabili quali le grandezze macroeconomiche e macro finanziarie, l'andamento del settore, i dati di società confrontabili. Possono rendersi necessarie anche ulteriori analisi in merito alle verosimili reazioni dei concorrenti, che potrebbero di fatto limitare la generazione dei risultati differenziali ipotizzabili in assenza di comportamenti illeciti.

L'analisi della coerenza interna può richiedere invece verifiche in merito all'esistenza o meno di vincoli aziendali, con riferimento a fattori quali la disponibilità di risorse finanziarie nella misura necessaria; il possesso di strutture organizzative adeguate; la dotazione di risorse umane e di altri fattori intangibili necessari per lo sviluppo dell'azienda nello scenario virtuale proposto.

Nei casi più complessi l'esperto può avvalersi di strumenti quali:

- a) le proiezioni basate su tecniche di regressione;
- b) le proiezioni base su analisi comparative con imprese confrontabili;
- c) gli *event study*, utili in particolare per valutare gli

- effetti di eventi lesivi nel caso delle società quotate;
- d) la costruzione di scenari ragionati, caratterizzati da probabilità di manifestazione differenziate;
 - e) l'utilizzo di modelli matematici di simulazione.

In concreto è utile distinguere alcune condizioni che qualificano il profilo di incertezza riferibile ad uno specifico *business*:

- a) le situazioni nelle quali i risultati (passati o attesi) sono legati principalmente alla dinamica di fattori macroeconomici;
- b) le situazioni nelle quali i fattori distintivi di successo sono costituiti dalla dotazione di risorse immateriali (legate al *marketing*, alla tecnologia o al capitale umano);
- c) le situazioni nelle quali gioca un ruolo fondamentale l'assetto competitivo, poiché i risultati conseguibili dipendono fortemente dai comportamenti dei concorrenti.

Le tre situazioni delineate tendono, almeno in una certa misura, a coesistere. Tuttavia alcuni elementi qualificanti per il profilo di rischio possono essere trattati con tecniche appropriate per le situazioni specifiche sopra menzionate.

In alcuni *business* (i *c.d. business market driven*) i flussi di risultati sono fortemente legati a taluni parametri di carattere macroeconomico, oppure all'andamento dei prezzi di particolari materie prime utilizzate per la produzione, o ad altra variabile dominante. In questi casi la ricerca e la misurazione della correlazione riscontrata nel passato tra risultati aziendali e *driver* accertati costituisce la tecnica più tipica, e in genere più condivisa, per la stima dei flussi dei risultati differenziali associabili ad un atto lesivo. L'uso appropriato dei modelli volti ad individuare i legami di correlazione richiede competenze specifiche in campo statistico.

Quando i risultati aziendali dipendono principalmente dal patrimonio di beni intangibili, è necessario che vengano adeguatamente documentate le condizioni che giustificano le ricostruzioni o le proiezioni dei flussi di risultati. Ciò sia in termini di risorse di *management*, sia di fattori immateriali legati al *marketing*, al capitale umano o alla tecnologia. L'effetto delle condizioni generali di mercato è perciò mediato da questi elementi (oltre che dal quadro finanziario dell'impresa).

Quando i risultati sono legati all'assetto competitivo, a parità di contesto possono essere formulate proiezioni sulla base di parametri desunti da analisi comparative con le imprese confrontabili, opportunamente selezionate. In

presenza di contesti dinamici è necessario utilizzare i modelli sviluppati nel campo dell'analisi strategica. Tali modelli suggeriscono, ad esempio, che nel caso di prodotti scarsamente differenziabili, un'ipotesi di crescita dei volumi di vendita, a parità di prezzi, è poco credibile. Altrettanto poco credibile è il ribaltamento integrale dei costi delle principali materie prime sui prezzi di vendita. E nel caso di competizione basata sui prezzi, la stima del comportamento più probabile delle imprese rivali può essere spesso effettuata attraverso analisi di tipo retrospettivo.

L'incertezza può essere trattata con le tecniche (comuni ad altri contesti, come il *capital budgeting*) di *sensitivity analysis*, analisi per scenari oppure con modelli di simulazione. Pur con i noti limiti, l'uso dei metodi esemplificati consente di svincolare da scelte soggettive la determinazione da parte dell'esperto dei risultati attesi nello scenario rivendicato.

In presenza di società con titoli azionari quotati in borsa, la reazione dei prezzi di mercato all'annuncio di eventi causati da fatti lesivi può fornire indicazioni utili ai fini della quantificazione dei danni. Ciò in una duplice prospettiva: (a) la verifica della presenza di un nesso di causalità economica tra un comportamento e un effetto negativo; (b) la misurazione del danno.

Con riguardo al primo aspetto l'accertamento della causalità immediata e diretta presuppone la possibilità di dimostrare che la reazione del mercato si riferisce all'evento rilevante ai fini del danno nel momento in cui esso è conosciuto. Con riferimento invece alla misurazione del danno, l'analisi richiede che la dinamica dei prezzi di borsa venga depurata dell'effetto dovuto all'andamento del mercato nel suo complesso. Ciò allo scopo di isolare la componente della variazione riferibile al fatto che ha prodotto il danno.

Nonostante la sua apparente semplicità, il riferimento alle reazioni del mercato per la stima dei danni pone due rilevanti problemi. In primo luogo l'accertamento, in concreto, della presenza di condizioni di efficienza del mercato stesso e la neutralizzazione dei fenomeni di *over reaction*. In secondo luogo, l'accertamento che la reazione del mercato non sia comprensiva di componenti di danno non risarcibili, perché non riconducibili alla responsabilità del soggetto all'origine del fatto lesivo.

Il gruppo di lavoro sulla valutazione dei danni ha infine ritenuto opportuno soffermarsi su alcuni principi di condotta professionale da raccomandare agli esperti impegnati sul campo, in coerenza con i canoni già elaborati nell'ambito dei PIV.

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 (...)"

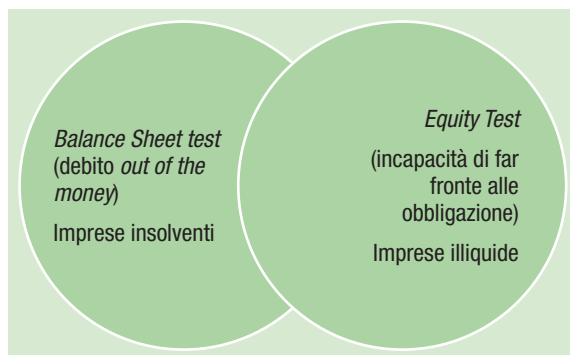
valori in quanto presuppone un valore dell'*equity* negativo e quindi una situazione in cui il debito in gergo è definito *out of the money*²;

- 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*).

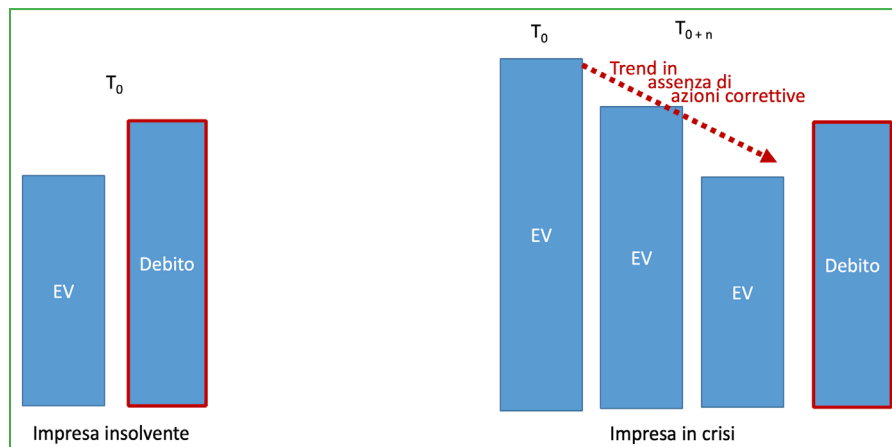
Di qui una prima importante conclusione. Se vi sono imprese che il CCI non definirebbe in crisi, ma per le quali la probabilità di insolvenza non è né remota né trascurabile – e che quindi l'esperto non può valutare con le tecniche ed i criteri tradizionalmente utilizzati per valutare le imprese in condizioni 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.

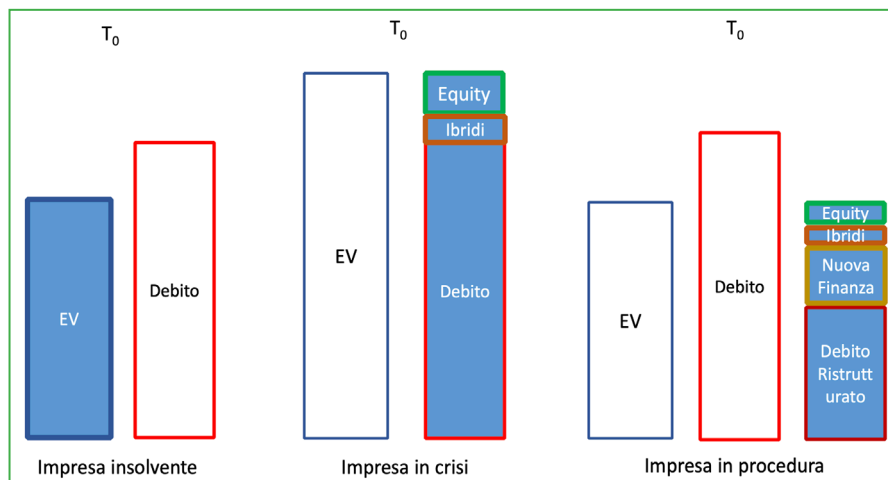
b) La natura e l'origine dello stato di difficoltà

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.

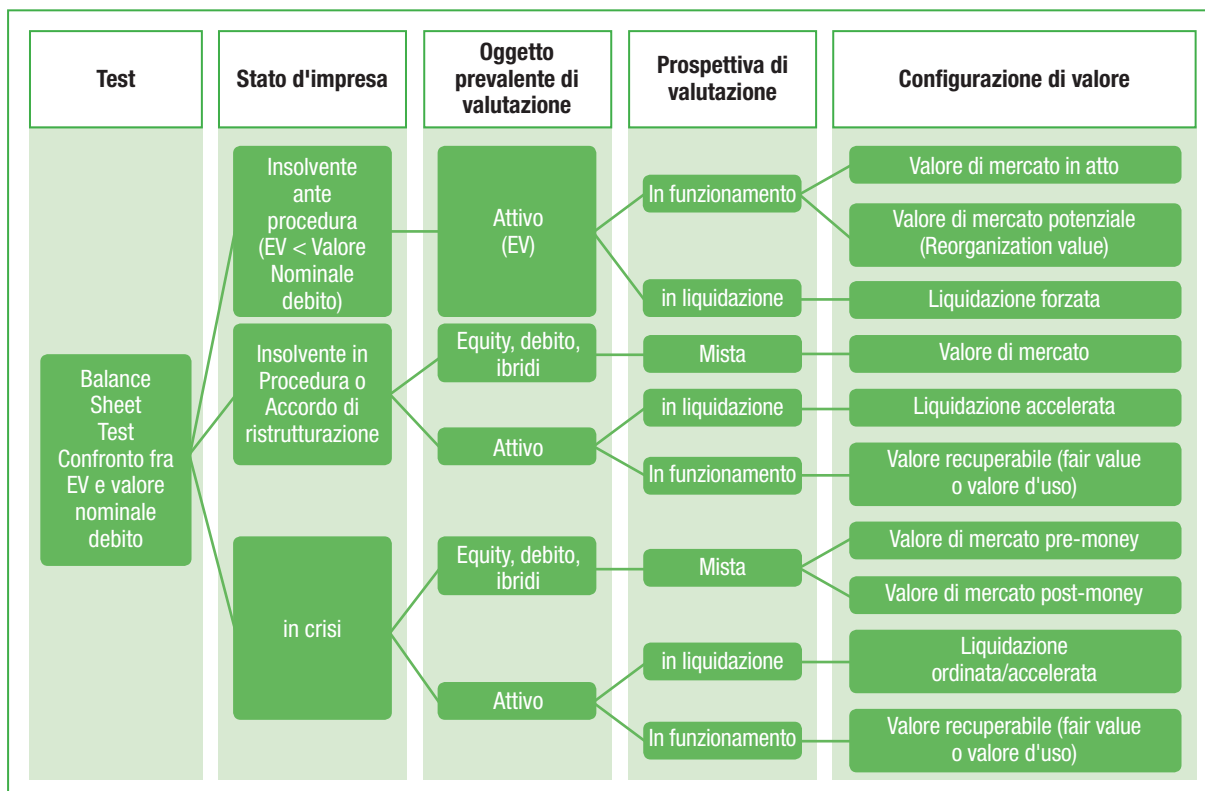
L'analisi dei tassi di sconto ai fini della stima dei valori delle imprese in crisi o in procedura o insolventi costituisce un ulteriore elemento di rilievo delle valutazioni.

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:

- a) 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;
- b) l’impossibilità da parte degli altri possibili acquirenti (finanziari o industriali di altri settori) di ottenere il massimo e miglior uso del bene;
- c) la non completa conoscenza da parte dei potenziali acquirenti delle reali condizioni del bene;
- d) 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;
- e) i maggiori costi che acquirenti non industriali devono sostenere per valutare il bene.

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

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

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

- 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;
- b) 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;
- c) 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:

- a) il suo uso nelle condizioni correnti;
- b) 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.