

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

**DICEMBRE  
2019**

**VOLUME  
2**

**2**

▶ **TAVOLA ROTONDA:  
10 ASPETTI  
CONTROVERSI  
NELLA VALUTAZIONE  
DELLE AZIENDE**

**MAURO BINI, GUALTIERO BRUGGER,  
FABIO BUTTIGNON, RAFFAELE MARCEL-  
LO, MARIO MASSARI, GIOVANNI PETRELLA**

**37**

▶ **LA VALUTAZIONE  
DELLE IMPRESE  
IN CRISI FINANZIARIA**

**FABIO BUTTIGNON**

**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**



# TAVOLA ROTONDA: 10 ASPETTI CONTROVERSI NELLA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE

DI MAURO BINI, GUALTIERO BRUGGER, FABIO BUTTIGNON, RAFFAELE MARCELLO, MARIO MASSARI, GIOVANNI PETRELLA

Una parte rilevante delle differenze nelle valutazioni d'azienda trova origine in un numero abbastanza ristretto di aspetti controversi. Si tratta di aspetti che hanno un impatto molto rilevante sul risultato finale della valutazione. Alcuni aspetti sono presentati in alcuni testi o in alcuni seminari avanzati di valutazione come aspetti controversi senza che sia offerta una soluzione di consenso. In molti casi l'esperto è chiamato ad assumere decisioni senza una bussola in grado di orientarlo. Questa tavola rotonda è stata pensata per identificare gli aspetti più controversi e per accrescere la conoscenza dello spettro delle soluzioni utilizzate in ciascun ambito.

I professionisti fanno uso tanto di tecniche ispirate al rigore scientifico quanto di prassi diffuse fra i professionisti stessi. Quando tuttavia né la teoria né la pratica sono concordi, il professionista è esposto al rischio di compiere scelte errate.

I 10 aspetti controversi che sono stati identificati sono i seguenti:

- (1) Metodica del reddito: struttura finanziaria ai fini della stima del wacc;
- (2) Metodica del reddito: relazione fra saggio di crescita nel valore terminale e costo del capitale;
- (3) Metodica del reddito: relazione tra ERP and *risk free rate*;
- (4) Metodica del reddito: *size premium*;
- (5) Metodica del reddito: *tax rate* effettivo o nozionale;
- (6) Metodica del reddito: stima del flusso di risultato da capitalizzare per la stima del valore terminale;
- (7) Metodica del reddito: costo del capitale e coefficiente *alpha*;
- (8) Metodica del reddito: valutazione *pre money* e *post money*;
- (9) Metodica di mercato: quando è utile calcolare medie/mediane di multipli
- (10) Metodica di mercato: premi di controllo e sconti di minoranza

Gli obiettivi della tavola rotonda consistono nel: (1) identificare lo spettro di scelte disponibili all'esperto per trovare una corretta soluzione allo specifico contesto valutativo; (2) accrescere la consapevolezza della rilevanza di alcune scelte sui risultati finali della valutazione.

I partecipanti a questa prima tavola rotonda sono sei membri del Comitato Editoriale della Rivista. Essi rappresentano diverse estrazioni (accademiche e non) e di-

versi approcci alla valutazione d'azienda. Le risposte sono indicate in ordine alfabetico sulla base di una sigla che identifica ciascun autore:

- Mauro Bini [MB]
- Gualtiero Brugger [GB]
- Fabio Buttignon [FB]
- Raffaele Marcello [RM]
- Mario Massari [MM]
- Giovanni Petrella [GP]

## 1. Metodica del reddito: la struttura finanziaria ai fini della stima del wacc: come deve essere stimata?

### MB:

Va premesso che il wacc (*weighted average cost of capital*) non può essere applicato a tutte le imprese. L'uso del wacc implicitamente presuppone la validità delle ipotesi alla base del teorema di Modigliani Miller (MM) ed in particolare che il debito dell'impresa (o dei *peer*) sia privo di rischio. Conseguentemente il modello di MM andrebbe applicato solo ad imprese con rating *investment grade* o *speculative grade* BB (per le quali il rischio di *default* è oggettivamente trascurabile). Quando invece le probabilità di *default* non sono trascurabili occorre considerare nel tasso di sconto anche i costi di dissesto. Infatti se esiste una probabilità non trascurabile che l'impresa a seguito del *default* debba essere liquidata è necessario alternativamente: considerare esplicitamente nella valutazione oltre, allo scenario *going concern*, anche lo scenario *gone concern* oppure scontare i flussi di risultato nella prospettiva *going concern* ad un tasso superiore al wacc.

Questa premessa è necessaria perché l'utilizzo della struttura finanziaria media dei *peer* può essere priva di senso quando l'intera industria cui appartiene l'impresa oggetto di valutazione è in crisi. In questi casi difficilmente il valore contabile del debito delle imprese comparabili coincide con il valore di mercato. Inoltre, in questi casi, la deducibilità degli oneri finanziari non è certa (essendo il debito rischioso). Difficilmente per una impresa in un settore in crisi il tasso di sconto dei flussi di risultato *unlevered* può risultare inferiore al costo del capitale *unlevered* (che esclude il beneficio degli scudi di imposta sul debito).

L'utilizzo di una struttura finanziaria media delle imprese dello stesso settore può essere priva di senso anche quando queste ultime adottano modelli di business molto diversi fra loro caratterizzati da profili di rischio e da dotazioni di attività molto diverse. Occorre infatti considerare che il wacc dovrebbe idealmente corrispondere al wara (*weighted average return of assets*). Il wara a sua volta è funzione del rendimento atteso dalle singole attività; rendimento che è funzione anche del "*Loan-to-value*" (LTV) delle specifiche attività.

In questa prospettiva la struttura finanziaria normale di un'impresa dovrebbe corrispondere alla media ponderata dei LTV delle rispettive attività.

Se a causa del diverso modello di business le imprese dello stesso settore fanno uso di attività caratterizzate da LTV diversi anche il loro wara (e di conseguenza il loro wacc) sarà diverso.

La corrispondenza fra wara e wacc permette di comprendere la relazione fra struttura dell'attivo e struttura del passivo dell'impresa. Se l'impresa da valutare ha una struttura delle proprie attività diversa da quella dei *peer*, dovrà avere anche una struttura finanziaria normale diversa da quella dei *peer*. Questa circostanza assume particolare rilievo in quei settori dove, ad esempio, competono fra loro imprese caratterizzate da dotazioni di intangibili molto diverse, o dove imprese che svolgono mera attività di intermediazione competono con imprese integrate verticalmente, ecc..

In questi casi, è normalmente preferibile, in luogo di far uso di strutture finanziarie medie di settore, calcolare il rapporto di indebitamento massimo associabile ad un rating BBB (investment grade) ed utilizzare poi tale livello di indebitamento nel calcolo del wacc. Per calcolare il livello di indebitamento massimo associabile al rating BBB normalmente si fa uso di tecniche di stima dei rating in via sintetica. Si tratta di desumere dai rating di società appartenenti al medesimo settore quali siano gli indici di bilancio che spiegano la dispersione dei rating, attraverso un'analisi di regressione.

In teoria la struttura finanziaria così identificata non dovrebbe risultare significativamente diversa dalla struttura finanziaria che l'azienda oggetto di valutazione è in grado di raggiungere nel periodo di piano. Per questa ragione l'analisi del rating sintetico può utilmente essere applicata anche agli anni di piano, per verificare l'effettivo avvicinamento o meno della struttura finanziaria di partenza a quella target.

Nel caso di valutazione di titoli di minoranza la stima del wacc può fare riferimento alla struttura finanziaria corrente dell'impresa, anziché a quella target. Ciò tuttavia presuppone che il controllo della società non sia contendibile e che quindi l'azionista di minoranza non potendo modificare la struttura finanziaria d'impresa sia destinato a subire gli eventuali mancati benefici d'imposta (nel caso in cui la struttura finanziaria sia meno indebitata rispetto alla media di settore) o al contrario gli eventuali maggiori oneri (nella forma di costi di dissesto per le imprese con una struttura finanziaria più indebitata rispetto a quella media di settore). In questi casi è sempre preferibile far uso dell'APV (e quindi del tasso di sconto *unlevered* per la stima dell'*enterprise value unlevered* cui sommare poi gli effettivi scudi di imposta sul debito prima di giungere al valore dell'*equity*).

#### GB:

La struttura finanziaria da assumere deve essere stimata partendo dalla situazione esistente e studiando la sua prevedibile evoluzione nel tempo. L'analisi dei flussi monetari disponibili per la proprietà può aiutare nella stima. A volte si assiste ad una divaricazione inaccettabile fra la realtà in atto (a valori di mercato) e una struttura futura acriticamente tratta dall'esame di società ritenute confrontabili (ma a volte con fisionomia molto diversa). Se l'impresa dispone di mobilità finanziaria, si può anche ritenere che in futuro possa essere realizzata una struttura migliore, mostrata dalle evidenze disponibili. Le imprese soggette a controllo definito però spesso risentono di fattori di rigidità, che condizionano in particolare l'evoluzione della consistenza dei mezzi propri.

#### FB:

Se la configurazione di valore oggetto di stima è il valore di mercato del capitale penso che un buon punto di partenza sia la struttura finanziaria (SF) target adottabile dall'azienda. Questa soluzione si accompagna, infatti, a una serie di vantaggi teorici e pratici:

- a) Il suo utilizzo evita di affrontare un tema di circolarità nel calcolo del valore: WACC funzione di debito ed *equity* a valori economici, stimabili sulla base di un dato WACC. Il punto è gestibile (ponendo il WACC

- funzione della SF di inizio periodo), ma con non poche complicazioni e rischi di errori tecnici di calcolo;
- b) È derivabile da osservazioni di mercato (società quotate comparabili), anche su un arco temporale esteso (meglio se con rilevazioni trimestrali, riflettendo, quindi, in parte, la possibile stagionalità dell'indebitamento con valori medi annui diversi da quelli di fine periodo).
- c) Dovrebbe tendenzialmente corrispondere alla SF effettiva in presenza di una direzione che miri alla "ottimizzazione" del valore, sfruttando i benefici del debito (soprattutto fiscali, oltre che di disciplina gestionale) e limitandone i costi (impatto sul rischio di fallimento e sulla flessibilità gestionale in presenza di opportunità di crescita e/o di tensioni operative).

Questo vale, ovviamente, nell'assunto che la SF target – derivata da osservazioni di comportamenti nel mercato – sia anche quella tendenzialmente "ottimale", cioè atta a bilanciare benefici e costi del debito (o dell'equity). Si tratta di un assunto "forte", ma, credo, ragionevole, in presenza di un *panel* di società quotate effettivamente comparabili che vantino una prolungata presenza nel mercato (e il cui comportamento si possa qualificare, quindi, come efficiente, se non relativamente ottimale). La soluzione proposta – che come detto richiede vari accorgimenti di calcolo (nella selezione del campione, nella rilevazione della posizione finanziaria netta e della capitalizzazione) – potrebbe essere messa in discussione in presenza di situazioni valutative e di configurazioni di valore particolari, che potrebbero giustificare scelte diverse. Tra queste annoto (ma altre potrebbero presentarsi):

- Il caso della valutazione di una posizione di minoranza in una società a proprietà non contendibile, ove le scelte di SF (del soggetto di controllo) siano (affatto) diverse da quelle medie di settore / target. In questa situazione, se non si intravedono cambiamenti possibili di questa politica, la SF da utilizzare nella stima del valore *stand alone* (ad attuale assetto di controllo), potrebbe essere quella effettiva. Se questa fosse conservativa (limitato o nullo utilizzo del debito), il WACC potrebbe essere penalizzato, con un effetto riduttivo sul valore delle azioni (di minoranza). Effetto che potrebbe manifestarsi anche in presenza di un eccesso di debito (causa aumento del beta *levered* a livello di *equity* e del *default spread* sul debito). Si fa notare che se l'oggetto della valutazione fosse la quota di controllo del capitale, si potrebbe, invece, adottare la SF target, nell'assunto che possa essere adottata dai potenziali acquirenti.
- Il caso di valutazioni a supporto di operazioni di M&A (*deal di private equity* inclusi), ove la configurazione di valore potrebbe essere quella di investimento (collega-

ta, ma distinta da quella di mercato) e riflettere la SF effettiva perseguita dall'acquirente (anche se, in pratica, questa potrebbe avvicinarsi a quella media / target, a meno di operazioni a leva, LBO, ove il tema del debito deve essere specificamente trattato, con l'utilizzo di una SF variabile in relazione al piano di rientro del debito fino a un valore target).

- Il caso di valutazione di imprese in crisi, ove la SF target potrebbe essere di non agevole individuazione (se non alla fine del periodo del piano di risanamento/ristrutturazione) e potrebbe essere più opportuno stimare, dapprima, il valore degli asset in assenza di debito, e, distintamente, il valore del debito nella specifica configurazione esplicitata nella manovra finanziaria a supporto del piano. Per finire un cenno alle valutazioni di bilancio, ove i principi contabili (IAS 36) prevedono (direi salvo eccezioni sostanziali) il riferimento a una SF target, coerente, ritengo, con il concetto di valore in presenza di un utilizzo ottimale (*highest and best use*) degli asset aziendali.

#### RM:

La struttura finanziaria incide in maniera importante nel calcolo del Wacc

$$WACC = K_e E/(E+D) + \cdot K_d (1-T) D/(E+D)$$

sia con riferimento alla misurazione della stima del costo del debito sia con riferimento alla misurazione del costo del capitale, per mezzo della determinazione del beta solitamente ricalibrato da *unlevered* a *levered*.

La struttura finanziaria potrebbe essere:

- specifica dell'impresa considerata, facendo riferimento ai valori contabili o tenendo in considerazione i valori correnti del mercato degli stessi;
- "astratta", riferendosi alla condizione razionalmente riferita a un operatore che opera efficientemente sul mercato, producendo quindi un adeguato rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio (*gearing ratio*).

La logica della determinazione del valore specifico dell'impresa non appare, in sintesi, appropriata. La determinazione ai valori contabili può, oltre ad essere "datata", anche risentire delle diverse tecniche contabili adottate. Tra gli altri aspetti, l'applicazione (o meno) del costo ammortizzato potrebbe determinare immotivate differenziazioni. La discrasia potrebbe essere eliminata adottando il "valore economico" del debito (per esempio, applicando il *Current Value Method* (CVM) indicato anche dagli *International Valuation Standards*).

La logica sottostante l'adozione del WACC appare, tuttavia, escludere egualmente l'utilizzo della struttura finanziaria specifica.

In una prospettiva *asset side* (come quella presa in esame), l'investitore, infatti, tende a determinare il valore dell'azienda, partendo da una visione *unlevered* e, quindi, non tenendo in considerazione la struttura finanziaria medesima della stessa.

Le uniche soluzioni, almeno tra quelli ricorrenti per chi scrive, in cui può sembrare applicabile la struttura finanziaria specifica dell'impresa possono essere individuate nei seguenti casi:

- la finalità della valutazione consista nella misurazione del capitale di investimento. In questa circostanza, la valutazione, per esempio, orientata a stimare il valore dell'azienda per il proprietario (o per i soci) in presenza di ipotesi speciali sembra rappresentare una scelta razionale;
- la valutazione concerne una posizione di minoranza, per utilizzare la terminologia dei PIV, a "proprietà bloccata" (con o senza mercato attivo) non prevede la possibilità di intervenire sulla struttura finanziaria per mezzo di scelte decisionali e, quindi, l'impiego della struttura finanziaria esistente potrebbe essere, in mancanza di informazioni diverse, congeniale.

Nelle altre situazioni, si ritiene naturale pensare che la struttura finanziaria adottata debba essere quella "ottimale" o quella normalmente sostenibile (*target*).

A parere di chi scrive, la scelta naturale potrebbe, nella normalità dei casi, essere orientata verso la struttura finanziaria *target*, tenendo in considerazione le specificità del settore. Tale scelta è orientata a verificare che la soluzione della scelta del *target* da parte del management (anche per mezzo dell'analisi di realtà comparabili), sia coerente con l'intento di creare valore. Tale prospettiva appare congeniale con la logica sottesa alla ricerca del valore di mercato orientato all'utilizzo *highest and best* dell'attività da parte degli operatori.

#### MM:

Nei libri di testo di finanza si suggerisce di assumere un rapporto-obiettivo di indebitamento, in genere tenendo conto della struttura finanziaria dei *competitors*. Secondo gli standards di valutazione, la configurazione di *market value* richiede, per il principio dell'*"Highest and Best Use"*, di considerare anche l'aspetto dell'ottimizzazione della struttura finanziaria.

Anche in questo caso, un utile termine di riferimento può essere costituito dal rapporto di indebitamento delle *comparables companies*.

Escludendo casi particolari, quali acquisizioni a leva,

operazione di *project financing*, *public utilities* "pure", a mio parere il tema della ottimizzazione della struttura finanziaria è un tema astratto.

Nel mondo reale le imprese migliori non sono indebitate o sono cash positive; le peggiori sono molto indebitate (e non possono sfruttare i benefici degli scudi fiscali). In genere quindi preferisco calcolare il WACC sulla base dell'evoluzione della struttura finanziaria desumibile dalle indicazioni che possono essere ricavate dal piano industriale utilizzato per la determinazione dei flussi di cassa attesi.

Penso infatti che vada rispettata la *consistency* tra evoluzione dei flussi e conseguente trend dell'indebitamento. Voglio infine precisare che, contrariamente a come pensano molti, l'effetto struttura finanziaria sul valore deriva esclusivamente dai risparmi di imposta e non dall'uso di una fonte di finanziamento (il debito) meno costosa.

#### GP:

Nella stima del costo del capitale, il valutatore dovrebbe considerare la struttura finanziaria *target* dell'azienda e stimare il valore di mercato di ciascuna delle componenti considerate. Prima ancora della stima del costo dell'*equity* e del costo del debito, il processo richiede la corretta identificazione del perimetro di strumenti finanziari da considerare e del valore di mercato degli stessi.

Con riferimento all'*equity*, tutte le forme di capitale proprio devono essere ricomprese nel perimetro da considerare per la stima del costo del capitale.

Con riferimento al capitale di terzi, il perimetro riguarda tutti quegli strumenti che: costituiscono un impegno futuro per l'azienda; presentano pagamenti deducibili dall'imponibile per il calcolo delle imposte da corrispondere; comportano una perdita di controllo della società da parte della proprietà in occasione di uno o più mancati pagamenti.

Una incorretta estensione del perimetro di identificazione del capitale di terzi produrrebbe una stima distorta del COD e, conseguentemente, del valore dell'azienda. Lo stesso si può dire se si considera il valore contabile del debito anziché il valore di mercato.

## 2. Metodica del reddito: esiste una relazione fra il saggio di crescita usato nella stima del valore terminale ed il costo del capitale?

#### MB:

La relazione fra crescita e costo del capitale va opportunamente chiarita.

Innanzitutto in molti casi la crescita è rischiosa sempli-

cemente perché è calcolata sulla base dei c.d. *most likely cash flow* e non sulla base degli *expected cash flow*. E' questo il caso delle imprese in fase di start-up o dell'impresa matura che lancia un nuovo prodotto su un nuovo mercato. In questi casi, tuttavia, i flussi non devono essere scontati al costo del capitale ed il premio per il rischio aggiuntivo (*alpha factor*) non riguarda la crescita in sé, ma la circostanza che si scontano flussi di risultato più elevati rispetto agli *expected cash flows*. Si riproduce in questi casi la medesima situazione che si ha nella stima di strumenti di debito rischiosi, dove il flusso cedolare (che esprime i *most likely cash flow*, ma non gli *expected cash flow* in quanto esiste una probabilità di *default*) è scontato ad un tasso che esprime il rendimento richiesto, ma non il rendimento atteso da parte del finanziatore. Il finanziatore infatti sa che il debito è rischioso e che vi è una probabilità (diversa da zero) che non venga rimborsato a scadenza.

Secondariamente la crescita dei redditi può essere la conseguenza di un mero effetto contabile. Ad esempio se l'impresa sta effettuando investimenti in ricerca e sviluppo o in *advertising* sostenendo costi che non può contabilmente capitalizzare, i redditi futuri saranno destinati a crescere non solo perché gli investimenti che hanno ridotto il reddito corrente genereranno i relativi benefici ma anche perché nel futuro potranno essere sufficienti investimenti di mantenimento di importo molto inferiore rispetto agli investimenti iniziali. In questi casi la crescita è alimentata da un effetto contabile (*accounting conservatism*) e non comporta maggiore rischio.

Quando escludiamo gli effetti di misurazione e ci limitiamo a considerare la crescita degli *expected cash flow* dobbiamo distinguere fra tre tipi di crescita:

- a) la crescita attesa nell'orizzonte di piano (CAGR% e ampiezza dell'orizzonte di piano);
- b) la crescita espressa dall'incremento percentuale del reddito da proiettare in perpetuo per la stima del valore terminale rispetto al reddito corrente (alla data della valutazione);
- c) il saggio di crescita utilizzato nella stima del valore terminale (il fattore di crescita "g" nella formula di Gordon).

Nella mia esperienza il miglior approccio di analisi ai piani aziendali si fonda su uno schema logico semplice, che attribuisce all'informazione finanziaria prospettica il ruolo di "ponte" fra due situazioni di azienda che potremmo definire rispettivamente "di partenza" e "di arrivo". La situazione di partenza è quella che la storia dell'impresa ci consegna, alla data della valutazione, in

termini di capacità di reddito, di dotazione di capitale, di risorse immateriali e di competenze, di relazioni di clientela, ecc. La situazione di arrivo, invece, è quella che il management si prefigge di raggiungere attraverso specifiche azioni strategiche ed operative, facendo leva innanzitutto sulle risorse e sulle competenze disponibili "in partenza". Molti piani aziendali sono dei semplici esercizi di estrapolazione, muovono cioè dalla situazione "di partenza" ma non si pongono l'obiettivo di raggiungere e consolidare una specifica situazione di arrivo in termini di capacità di reddito, di posizionamento competitivo, di risorse disponibili. Esprimono solo la migliore previsione delle performance d'impresa al verificarsi dello scenario macroeconomico e/o di settore di consenso. L'apprezzamento del livello di reddito della situazione "di arrivo" deve precedere l'analisi della crescita attesa nell'orizzonte di piano, per la semplice ragione che quando il punto di arrivo non costituisce un traguardo realistico, il piano ("il ponte") si trasforma "in trampolino" sospeso nel vuoto. Questa prospettiva permette anche di comprendere la relazione che esiste fra situazione di partenza e situazione di arrivo. Molte volte si scompone il valore d'impresa in due componenti: il valore degli *asset in place* ed il valore delle future opportunità di crescita. L'idea alla base di questa scomposizione è che la capacità di reddito raggiunta dall'impresa nella situazione corrente, costituisca un *floor* di valore, al quale sommare il valore attuale netto dei futuri investimenti. In questa prospettiva la crescita dell'impresa è concepita per addizione – dato il valore iniziale, il valore finale è ottenuto per addizione del contributo dei nuovi investimenti – sulla base del presupposto che valga una sorta di effetto cremagliera. Raggiunto un livello di reddito lo si mantiene nel tempo a prescindere dal contributo o meno degli investimenti di sviluppo.

Nella mia esperienza questo modello di crescita "per addizione" è sempre più raro. Il processo competitivo costringe le imprese a crescere o a soccombere, solo poche imprese operanti in nicchie protette sono in grado di preservare la loro capacità di reddito rimanendo stabili. Il rischio di spiazzamento competitivo si manifesta con maggiore intensità nei confronti delle imprese che non crescono, che non innovano, che non modificano il proprio modello di business. Concepire la redditività degli *asset in place* come meno rischiosa della redditività dei futuri investimenti contrasta con l'evidenza che la principale fonte di rischio per l'impresa sia rappresentata dal "non fare" (investimenti, innovazione, ecc.), cioè nel mantenere gli *asset in place*. L'impresa immobile o che reagisce in ritardo agli stimoli concorrenziali rischia assai di più rispetto all'impresa attiva e reattiva. Naturalmente

agire comporta il rischio di scelte errate, ma ciò non significa che questo rischio sia necessariamente superiore a quello che l'impresa soffrirebbe rimanendo immobile. Il tentativo di suddividere il rischio dell'impresa *steady state* dal rischio delle opportunità future di crescita non trova, a mio avviso, supporto né nell'analisi fondamentale né nell'evidenza di mercato, dove le imprese con elevate prospettive di crescita in quanto dotate di un modello di business solido e scalabile sono considerate dagli investitori meno rischiose rispetto ad imprese stabili, ma incapaci da fungere da piattaforme su cui innestare altri business in logica *add-on*.

La stessa teoria della finanza non evidenzia alcuna relazione positiva fra crescita e costo del capitale. I titoli *growth* offrono rendimenti significativamente inferiori rispetto ai titoli *value*. Questa evidenza suggerisce che la crescita costituisca un "antidoto" al rischio, piuttosto che una fonte di rischio in sé. Il presupposto di questa interpretazione è che la crescita aiuti a difendere la redditività degli *asset in place* oltre che a generare benefici addizionali. Naturalmente la crescita deve già trovare nella situazione di partenza dell'impresa i fondamentali per la sua realizzazione in termini di vantaggi competitivi, capacità di attrarre risorse, ecc.

Con riguardo alla crescita degli *expected cash flow* nell'orizzonte di piano, occorre invece distinguere due situazioni limite:

- a) se il piano costituisce il necessario ponte fra la situazione di partenza e la situazione di arrivo e quest'ultima rappresenta un traguardo rispetto al quale l'impresa ha già posto le basi, la crescita nell'orizzonte di piano non si caratterizza per un maggiore rischio rispetto alla redditività degli *asset in place*;
- b) se invece il piano è ottenuto per semplice estrapolazione ed è privo del supporto di una solida situazione di arrivo, la crescita è sicuramente rischiosa, per la semplice ragione che esprime solo delle generiche *projections*.

Infine occorre considerare la relazione fra il saggio di crescita "g" nella stima del valore terminale ed il costo del capitale. A questo riguardo mi limito ad una osservazione di ordine generale. Il rischio non riguarda il saggio di crescita in sé, ma la redditività associata a quella crescita. Per esempio adottando una prospettiva di valutazione *equity side* il saggio di crescita g degli utili netti è pari al prodotto fra la quota di utili reinvestiti (b) ed il saggio di redditività atteso (ROE). Se il piano copre l'orizzonte temporale lungo il quale l'impresa esaurisce lo sfrutta-

mento delle fonti di vantaggio competitivo, il rendimento dell'investimento marginale che l'impresa potrebbe realizzare successivamente al periodo di previsione esplicita non può essere diverso dal costo del capitale. Ciò comporta che ad un saggio di crescita g più elevato si accompagni anche una maggiore percentuale di utili da reinvestire con effetto nullo sul valore terminale. A mio parere il rischio implicito in irrealistici saggi di crescita degli utili nella stima del valore terminale, va contrastato in sede di stima degli investimenti necessari a realizzare a tale crescita, piuttosto che accrescendo arbitrariamente il costo del capitale.

#### GB:

Dal punto di vista industriale il costo del capitale delimita gli investimenti che possono creare valore, e quindi la crescita. Se il costo del capitale sale, gli investimenti devono essere rivisti con criteri più selettivi. Idealmente, dovrebbero fermarsi quando il ROIC al margine diviene pari al costo del capitale, perché in quel punto non vi sono più le premesse per una creazione di valore.

Sul piano valutativo tuttavia la stima non può essere correlata. Bisogna solo prendere atto delle opportunità di crescita esistenti da un lato e del prevedibile costo del capitale dall'altro, alla luce della struttura finanziaria che accompagnerà lo sforzo d'investimento programmato.

#### FB:

La relazione esiste e rappresenta un punto importante, sovente non adeguatamente elaborato. Si tratta di un aspetto che non ha solo valenza teorica, ma sostanziali riflessi pratici, posto che variazioni anche lievi del tasso di crescita in perpetuo (g) hanno un effetto significativo sul valore terminale (TV) e, quindi, sul valore del capitale. Se la formula utilizzata per TV è quella semplice con  $TV_n = FCF_{n+1}/(WACC - g)$ , a parità di FCF è evidente che l'impatto di g è essenziale. Se, invece, si utilizza la formula più elaborata (e corretta) dei value drivers, ove  $TV_n = NOPAT_{n+1}(1 - g/RONIC)/(WACC - g)$ , se la redditività dei nuovi investimenti (RONIC) è usuale al costo del capitale (WACC), l'impatto di g è neutrale, mentre è tanto più rilevante quanto più il RONIC sia diverso dal WACC. G, come è noto, rappresenta la crescita a lungo termine (in perpetuo) del reddito operativo netto aziendale (NOPAT), che, secondo alcuni (Damaran in primis), non dovrebbe superare la crescita a lungo termine delle economie ove l'impresa sia presente (dalla fine del periodo di piano). Eventuali crescite superiori dovrebbero essere scontate nel periodo di piano medesimo (anche, se opportuno, articolandolo in due o più sotto-periodi). Dato che il raggio geografico di azio-

ne dell'impresa potrebbe comunque mutare nel lungo termine (anche oltre il periodo di piano), una soluzione è quella di concepire la misura di  $g$  all'interno di un intervallo che va da un valore minimale, pari alla crescita a lungo termine (ad oggi) prevedibile nelle economie mature e un valore massimo, in linea con la crescita a livello mondiale (che sconta anche la crescita delle economie emergenti, di oggi e di domani). Tanto più l'impresa sia un operatore globale, che manifesti concretamente una posizione di *leadership* nel suo raggio di azione (settoriale e geografico), tanto più  $g$  potrà spostarsi verso i valori più alti dell'intervallo. Al contrario di un'impresa con raggio geografico limitato a uno o più paesi sviluppati, con una posizione competitiva non dominante, ove  $g$  non potrebbe ragionevolmente collocarsi su livelli anche inferiori al valore minimo riferimento (quindi intorno a 0, scontando anche la possibile difficoltà del realizzare a lungo termine un RONIC maggiore del WACC). Trascurando, poi, il tema (molto rilevante) del tasso di sopravvivenza delle imprese, in genere, implicitamente, posto pari a 1, senza scontare, quindi, il rischio di *default* a lungo termine dell'impresa (sempre presente, sia pure con gradi molto differenziati tra le imprese). L'effetto di tale rischio potrebbe essere quello di compensare (in tutto o in parte) la crescita potenziale (settoriale e/o geografica) e dovrebbe impattare su un  $g$  di sintesi (che sconti, quindi, i due fenomeni: sviluppo del business e rischio di sopravvivenza). Ciò detto, veniamo alla relazione con il costo del capitale.

In particolare,  $g$  si pone in relazione con il risk free rate (RF). Entrambi devono essere, ovviamente, coerenti in termini di natura nominale o reale (anche se, nel concreto, non è facile orientarsi, ma se RF è nominale, come in genere accade, tale dovrebbe essere  $g$ , quindi tenere conto anche del tasso di inflazione atteso). Assunto RF nominale, una regola alla quale mi atterrei è che  $g$  non sia superiore a RF. Questo perché RF (nominale), oltre a riflettere il tasso di inflazione atteso, dovrebbe scontare le prospettive di crescita dell'economia cui di riferisce. Si riapre, quindi, il tema dello spazio geografico entro cui si misura RF (così come  $g$ ). In coerenza con  $g$  (e, più in generale, con le proiezioni di FCF), RF dovrebbe rappresentare la media degli RF nei vari paesi nei quali l'impresa opera (in prospettiva attuale e soprattutto futura, tenuto conto del piano di sviluppo aziendale da cui derivano i FCF da attualizzare). A fronte, quindi, di un  $g$  più elevato per l'impresa leader globale, si osserverà un RF che scontrerà le prospettive di crescita delle economie di molteplici paesi. Per l'impresa che opererà in contesti maturi,  $g$  più limitato potrebbe accompagnarsi a un RF più basso. Tutto questo indipendentemente da politiche monetarie e altri

fenomeni che possano impattare (in parte, artificialmente) su RF. Su quest'ultimo punto (essenziale in questo periodo), che potrebbe distorcere (anche) il ragionamento qui condotto, molti analisti e società di consulenza suggeriscono di normalizzare RF, su valori medi di lungo periodo per isolare l'effetto di politiche monetarie espansive. Senza entrare nel merito dei vari elementi a supporto o meno di questa posizione, la normalizzazione appare, secondo me, inevitabile se  $g$  si posiziona su valori previsti di lungo relativamente elevati (rispetto a quelli attuali), che dovrebbero accompagnarsi, nel tempo, a una crescita di RF. In alternativa, se RF fosse mantenuto su valori "depressi", significa che il valutatore giudica che esso rifletta prospettive di crescita (molto) deboli dell'economia anche a lungo termine, che dovrebbero di conseguenza tradursi in un  $g$  molto basso, tale da rispettare sempre l'equazione citata ( $g$  minore o uguale a RF). In sintesi, la relazione tra  $g$  ed RF è molto significativa e costituisce un passaggio critico della valutazione economica del capitale, da trattare con estrema attenzione.

#### RM:

La relazione tra saggio di crescita usato nella stima del *Terminal Value* (TV) e il costo del capitale deve essere definita quasi naturalmente nell'ambito delle valutazioni articolate sulla metodica del reddito, stante che il flusso determinante il TV dovrebbe essere, se non sono applicati i criteri alternativi della determinazione del TV per tramite del *liquidation value* o del multiplo, attualizzato sulla base del *constant growth rate*, inteso quale differenziale tra il tasso di attualizzazione ( $K_e$  o  $Wacc$ ) e, appunto, il tasso di crescita ( $g$ ).

Inutile dire che il tema è particolarmente rilevante, poiché -considerate analisi fornite da vari studi e la prassi professionale- il TV costituisce spesso un importo assai significativo nella determinazione del valore aziendale complessivo.

In una prospettiva *asset side*, il valore terminale è solitamente espresso in termini generali come:

$$TV = FCF / (WACC - g)$$

Il flusso utilizzato per la determinazione del TV dovrebbe essere un flusso definito in una situazione stabilizzata. Questo identifica, anzitutto, che il professionista dovrebbe aver definito nei flussi concernenti l'orizzonte temporale precedente (laddove tali flussi siano stati stimati analiticamente) un percorso che in linea teorica porta a una situazione ragionevolmente riproponibile per gli esercizi a venire. In questo scenario, occorre, partendo dai fondamentali, verificare se l'azienda è in possesso di

caratteristiche tali da crescere più o meno rispetto alla media del mercato.

Ciò detto, nel caso teorico in cui si supponga che l'azienda sia in grado di crescere di più rispetto al proprio costo del capitale, il TV è destinato a crescere nel tempo. Tuttavia, tale soluzione appare solo teoricamente sostenibile poiché parte dal presupposto che la redditività marginale sia superiore al costo del capitale.

In tal caso, l'investimento nell'azienda dovrebbe, peraltro, a meno di circostanze particolari, essere più rischioso del normale, motivo per cui il *risk premium* "generale" sarà aumentato da un *company risk premium* specifico.

Nel caso in cui si supponga che l'azienda cresca meno del proprio costo del capitale, l'azienda è destinata a sparire.

La crescita "perpetua" sostenibile dovrebbe scontare in termini di determinazione dei flussi il re-investimento di parte dei flussi stessi per garantire la sostenibilità dello sviluppo medesimo.

Partendo dal presupposto che il costo del capitale sostanzia il tasso di rendimento minimo che gli investitori richiedono al fine di remunerazione in una determinata azienda, e che l'assunzione del tasso di crescita costante può essere considerato valido solo in caso di reinvestimento di parte del profitto nell'azienda stessa, appare plausibile ritenere -come indicato da parte di dottrina e prassi- che le condizioni di stabilità la redditività marginale tendenzialmente coincida con il costo del capitale, così che:

$$TV = (\text{Nopat} (1-g/\text{ROIC})) / (\text{WACC}-g)$$

La soluzione fornita appare condivisibile.

Altro tema complesso consiste nel determinare come l'inclusione di *g*, ossia della presunzione che l'impresa operi in perpetuo, possa incidere nella determinazione del tasso di rischio. Taluni studi, infatti, hanno rappresentato la necessità che l'inclusione di *g* stimoli contestualmente la necessità di considerare il rischio di mortalità. In realtà, appare ragionevole poter escludere tale correzione, stante il fatto che il modello sembra essere articolato sulla presunzione della crescita costante e impostare un correttivo al modello significherebbe condizionare il presupposto della validità dello stesso.

#### MM:

A mio parere WACC e tasso di crescita dei flussi di lungo termine (il c.d. "g") sono due grandezze che debbono essere stimate in modo separato e indipendente, anche se sono influenzate da fattori comuni.

In altre parole il *cash flow model* alla base del *discounted*

*cash flow* è formato da quattro distinti elementi: le proiezioni di piano; la loro eventuale estensione realizzata da chi effettua la valutazione; il flusso normalizzato per il calcolo del terminal value; il tasso di crescita del flusso normalizzato (c.d. "g").

Il costo del capitale deve invece riflettere il vettore di rischi che grava sul settore e sulla specifica impresa oggetto di valutazione.

Il tasso "g" deve essere in primo luogo coerente con gli investimenti ("*growth capex*") considerati nel flusso "normalizzato" ai fini del calcolo del *terminal value*.

È tuttavia evidente che in presenza di un business plan "aggressivo", che mostra un significativo miglioramento della marginalità nell'orizzonte di piano, la scelta di un "g" elevato tende a amplificare gli effetti della dinamica di piano della dimensione del *terminal value*.

In presenza di tali condizioni, un correttivo talvolta adottato consiste nella rettifica del costo del capitale a mezzo di un *additional risk premium* (*Business Plan Execution Risk*). Personalmente non sono convinto che si tratti di una buona soluzione, soprattutto perché molto raramente la misura dell'*additional risk premium* può essere supportata da elementi oggettivi e controllabili.

Meglio allora approfondire l'analisi del *cash flow model* e l'analisi di "g", in particolare verificandone:

- la coerenza con le *growth capex*;
- la coerenza con la crescita attesa per il mercato di riferimento e per i competitors.

#### GP:

Il saggio di crescita ( $g_T$ ) utilizzato nella stima del valore terminale dell'azienda esprime un tasso rappresentativo della crescita perpetua sostenuta dai flussi di cassa e pertanto deve assumere valori consoni alla dimensione temporale che rappresenta (per esempio, pari al tasso di crescita dell'economia).

Un'analisi dell'equazione che produce il valore terminale può essere utile per evidenziare la relazione tra il saggio di crescita e il costo del capitale.

Valore terminale =  $(\text{EBIT}(1-t)(1-\text{Tasso di reinvestimento})) / (\text{Costo del capitale} - g_T)$

Dove il tasso di reinvestimento è pari a  $(\text{Capex Ammortamenti} + \Delta \text{CCN}) / (\text{EBIT}(1-\text{tax rate}))$  e  $g_T = \text{Tasso di reinvestimento} * (\text{EBIT}(1-t)) / (\text{Capitale investito})$ . Il saggio di crescita è quindi funzione del rendimento sul capitale investito (ROIC) in misura proporzionale al tasso di reinvestimento. Al tempo stesso i flussi di cassa del valore terminale sono funzione decrescente del tasso di reinvestimento della società rendendo così un aumento del saggio di crescita dovuto a un incremento del tasso di reinvestimento almeno parzialmente com-

pensato dall'effetto depressivo generato sui flussi di cassa. Importante è la differenza tra ROIC e costo del capitale in condizione di crescita di lungo periodo. Per la costruzione dell'equazione di valutazione del valore terminale, quando il primo è superiore al secondo, un incremento del tasso di crescita  $g_T$  comporta un aumento del valore terminale aziendale. Se invece ROIC è uguale al costo del capitale un incremento del tasso di crescita  $g_T$  non produce alcun effetto sul valore terminale dell'azienda poiché l'equazione di valutazione può essere riscritta come segue:  
 Valore terminale =  $(EBIT(1-t)) / (\text{Costo del capitale})$

### 3. Metodica del reddito: la relazione fra *equity risk premium* e tasso *risk free*

#### MB:

Sappiamo che il rendimento di mercato azionario è più stabile delle componenti elementari che lo compongono (*equity risk premium* e *risk free rate*). La ragione è riconducibile alla relazione inversa che caratterizza il tasso privo di rischio e l'*equity risk premium* (ERP). I tassi *risk free* mostrano un andamento prociclico (in fasi espansive crescono ed in fasi recessive si riducono) mentre l'*equity risk premium* mostra un andamento anticiclico (in fasi espansive il premio per il rischio richiesto dagli investitori si riduce ed in fasi recessive aumenta). Questa circostanza fa sì che l'ERP sia funzione del livello dei tassi privi di rischio.

Quando il livello dei tassi privi di rischio è assestato su un livello normale di equilibrio, anche il premio per il rischio si assesta su un livello normale. Di qui sono identificabili alcune regolarità, la più famosa delle quali è sicuramente rappresentata dal cosiddetto *Fed Model* (introdotto da Greenspan) secondo cui il livello del multiplo P/E riferito all'indice di borsa statunitense dovrebbe, in condizioni normali, approssimare il reciproco del tasso *risk free*, sulla base del presupposto che i tassi di crescita nominale dell'economia ("g") dovrebbero approssimare il premio per il rischio di mercato azionario (ERP). In questo contesto l'ERP storico può rappresentare una misura affidabile di premio per il rischio per la stima del costo del capitale di una specifica impresa.

Tuttavia quando si è lontani da queste condizioni di normalità, è necessaria molta cautela nell'uso di ERP storici. Gli ERP storici sono medie (aritmetiche o geometriche) di premi per il rischio ricavate da orizzonti di investimento secolari che presuppongono (implicitamente) un livello dei tassi privi di rischio allineati alla media storica di lungo periodo. Oggi, pressoché in tutto il mondo, stiamo vivendo una fase storica in cui i tassi di interesse

privi di rischio sono assestati su livelli straordinariamente più contenuti rispetto alla media storica di lungo periodo (in molti paesi i tassi privi di rischio a dieci anni e oltre sono negativi), anche per effetto delle politiche di *quantitative easing* adottate dalle banche centrali. In questo contesto il *Fed Model* non può funzionare.

Di qui due possibili soluzioni alternative ai fini della stima del costo del capitale.

La prima consiste nel normalizzare i tassi privi di rischio sulla base del presupposto che essi non esprimano il libero incontro della domanda e dell'offerta, ma siano artificialmente depressi dall'intervento delle banche centrali che acquistano titoli di stato. Poiché queste ultime possono intervenire solo per archi temporali limitati, il livello dei tassi privi di rischio è destinato al termine della fase di *quantitative easing* a normalizzarsi. Questa soluzione, che eleva il tasso privo di rischio normalizzandolo rispetto a valori più allineati alle medie storiche di lungo periodo, consente di adottare misure di ERP medio normali generalmente non lontane dalle medie storiche di lungo periodo.

La seconda soluzione consiste invece nel far uso di tassi privi di rischio correnti (anche negativi) e di misure di premio per il rischio aggiustate (in genere più elevate rispetto alle medie storiche).

La scelta dell'una o dell'altra soluzione non è neutrale sui risultati della valutazione di uno specifico business. Infatti, a parità di rendimento di mercato (= *risk free rate* + ERP), maggiore è l'ERP maggiore è anche il costo del capitale per le imprese con beta superiore all'unità e viceversa. La conseguenza è che nel caso di adozione della seconda soluzione (*risk free rate* negativo e ERP maggiore della media storica) le misure di costo del capitale riferite ad imprese con diversi coefficienti beta risulteranno molto più disperse rispetto a quelle che si ottengono facendo ricorso alla prima soluzione. Di qui la necessità di una maggiore cura nella stima del coefficiente beta da applicare alla specifica impresa. In assenza di società quotate strettamente comparabili (e quindi in caso di possibili errori nella stima del coefficiente beta) la prima soluzione può risultare preferibile.

Spesse volte si fa uso anche di soluzioni intermedie. In luogo di normalizzare i tassi *risk free* rispetto a livelli giudicati normali di lungo termine, si fa uso di medie dei tassi a 12 o a 18 o a 24 mesi e poi si utilizzano misure di consenso di ERP prospettici (da *survey* o da reports di *equity analysts*).

Qualunque sia la soluzione adottata, va comunque considerato che nell'attuale contesto di mercato, la ripartizione del rendimento di mercato nelle sue due componenti (costo del tempo e premio per il rischio) è

largamente incerta. Una semplice analisi degli *equity reports* degli analisti che seguono società quotate consente di rilevare come vi sia ampia dispersione fra i saggi *risk free* e gli ERP, dispersione che si riduce quando si considera la somma delle due componenti (*risk free rate* + ERP). La conseguenza è che questa incertezza è destinata ad essere amplificata nella stima del costo del capitale di specifiche imprese in relazione al coefficiente beta attribuito alla specifica entità.

Per questa ragione sarebbe opportuno sempre svolgere anche un'analisi di ragionevolezza delle misure di costo del capitale sulla base di criteri sintetici di stima, quali ad esempio misure di *implied cost of capital*.

#### GB:

In primo luogo va sottolineato che le due grandezze non sono indipendenti: quando si innalza il tasso esente da rischio (d'impresa) tutti i tassi crescono e si determina un clima avverso per gli operatori economici, sicché generalmente si accresce anche il premio di mercato per il rischio. E viceversa.

In secondo luogo, va fissato con chiarezza il trattamento del rischio-paese, che può essere incorporato nell'una o nell'altra grandezza (con effetti che idealmente dovrebbero convergere). È appena il caso di aggiungere che il rischio paese può anche incidere sui flussi di risultati delle imprese.

#### FB:

Su questa relazione, teoricamente ricca di punti critici, credo debba essere rispettato il principio di coerenza tra le due grandezze chiave per la stima del costo del capitale. Essenziale, quindi, partendo dalla stima dell'*equity risk premium* (ERP), analizzare quali sia stato il *risk free rate* (RF) di riferimento per la sua determinazione. Se, ad esempio, la stima di ERP si fonda sul confronto tra il rendimento di un portafoglio ben diversificato di titoli azionari e il tasso su titoli governativi di paesi a rischio (quasi) nullo di lungo periodo (da 10 anni in su), occorre partire da questa proxy di RF per la stima del costo dell'*equity*. Pur con tutti i noti limiti, privilegierei una prospettiva di medio-lungo termine per RF, che si accompagna a una derivazione coerente di ERP.

Se ERP è stimato in prospettiva storica, questo significa confrontare i rendimenti (periodici) dell'indice azionario di riferimento con quelli (nel medesimo periodo) di titoli governativi a lungo termine. In un arco temporale (molto) esteso per la stima dei rendimenti periodici (tipicamente annui), ERP annuo può essere stimato via media aritmetica o geometrica, con varie argomentazioni a favore della prima o la seconda scelta (personalmente

propendo per quest'ultima in quanto in linea con la natura a medio-lungo termine dei flussi di cassa da attualizzare e tale da attenuare l'effetto della elevata volatilità nei rendimenti annui di mercato).

Quando ERP è stimato in prospettiva futura, si parte dal valore (ad oggi) dell'indice di mercato azionario prescelto, dalle previsioni degli analisti sugli utili e sui dividendi per azione delle componenti di tale indice per un certo arco temporale e dal *terminal value* atteso dell'indice a fine periodo, per calcolare il costo del capitale (implicito) che eguaglia il valore attuale dei dividendi e del valore terminale dell'indice al suo valore corrente. ERP è, quindi, calcolato come differenza tra tale costo (implicito) del capitale e la proxy di RF. Se quest'ultima è un tasso costante di medio-lungo periodo, un tasso dalla medesima natura (caratteri e durata) dovrà poi essere utilizzato per stimare il costo del capitale. Se la fonte utilizzata dovesse riferirsi a un RF diverso (anche specifico per i diversi periodi di previsione dei dividendi), occorrerà porre attenzione ad utilizzare il medesimo RF o a ricalcolare, in base alla proxy di RF prescelta, ERP.

#### RM:

L'*Equity Risk Premium* è, come noto, dato dal differenziale tra il rischio di investimento nel mercato e il tasso *risk free*.

Essendo il tasso di ritorno per il rischio di investimento e il tasso *risk free* legati tra loro è indubbio che debba essere seguita una logica di coerenza di determinazione dei due fattori.

Tale coerenza interessa, in primis, l'analisi della coerenza temporale, ossia se l'analisi debba essere svolta in chiave retrospettiva o prospettica.

Nella prassi, solitamente, tale analisi viene svolta, come noto, per mezzo di rilevazioni empiriche applicate sui risultati retrospettivi. A parere di chi scrive, nonostante i notevoli limiti dovuti a un'analisi su ciò che è avvenuto e non su ciò che avverrà (logica a cui dovrebbe essere sotteso l'investimento), tale scelta risulta ancora la preferibile, poiché articolata su dati oggettivi e, se ben ponderati, almeno nel breve termine difficilmente "stravolgibili". Chiaro che, poi, i risultati passati debbano, in ogni caso, essere in grado di giustificare gli investimenti, ossia non siano in contrasto sostanziale con le logiche di mercato correnti.

Anche nell'analisi "consuntiva" la coerenza temporale appare importante. Sulla base del medesimo arco temporale di riferimento dovrebbero essere desunte le medie (aritmetiche o geometriche) dei rendimenti azionari.

L'analisi dovrebbe interessare anche l'esame ragionato del campione. Se l'investimento è effettuato in un'azienda che opera in un contesto specifico (per esempio, un'a-

zienda operativa a livello nazionale), l'esame del rendimento azionario dovrebbe tenere conto di questa specificità; laddove, quindi, il campione da cui è desunto il rendimento sia estraneo a quello di riferimento occorre applicare (in aggiunta o in diminuzione) un *country risk premium*. Evidentemente, non occorre -anche nel caso dipinto- adottare il tasso *free risk* riferito a titoli di Stato del Paese in cui avviene l'investimento, dovendo riferirsi, in termini più generali, a uno Stato che possa apparire solido e non a rischio insolvenza.

L'analisi prospettica appare concettualmente più corretta, ma praticamente più difficoltosa da applicare, viste le difficoltà inerenti le stime sull'andamento dei mercati finanziari che, soprattutto a partire dalla crisi finanziaria del 2008 in poi, sono apparse in molti casi non confermate dalla realtà. Ciò detto, laddove si optasse per tale soluzione, ovviamente, non si potrebbe che far affidamento, da un lato, (ERP) sulle stime degli analisti di settore e, dall'altro, (*free risk*) sull'andamento dell'ultima collocazione dei titoli presi come riferimento, alla luce anche dei rating e delle stime "istituzionali" di crescita.

#### MM:

Indipendentemente dai metodi di calcolo, l'*equity risk premium* viene determinato facendo la differenza tra rendimenti effettivi ("storici") o attesi e *risk free rate*.

Dal momento che i rendimenti delle *asset class* cambiano più lentamente (mostrano una certa "vischiosità"), mentre i tassi *risk free* sono più volatili, di fatto le variazioni dell'*equity risk premium* sono influenzate dall'andamento dei tassi *risk free*.

Questa regola generale imporrebbe di utilizzare misure *consistent* dei due parametri, cioè calcolate sul medesimo orizzonte temporale e con riferimento allo stesso paese (e utilizzando la medesima fonte). L'esigenza di *consistency* diviene cruciale in presenza di due fattori:

- tassi *risk free* "puri" molto bassi o negativi;
- tassi *risk free* che *risk free* non sono, dal momento che, se vengono calcolati in base ai rendimenti dei titoli di stato incorporano una componente di *country risk*.

Un *sanity check* che può aiutare a evitare errori macroscopici è l'analisi *cross country* dei rendimenti complessivi di mercato, ottenuti sommando *risk free rate* e *equity risk premium* con riferimento ai principali paesi.

#### GP:

Il tasso privo di rischio è, assieme al rendimento di mercato, una delle due componenti dell'*equity risk pre-*

*mium* (ERP). Una sua corretta definizione è rilevante ai fini della stima dell'ERP e, successivamente, del costo dell'*equity*. L'ERP dovrebbe idealmente rispecchiare un premio per il rischio coerente con l'orizzonte temporale dell'investimento dell'azionista nella società e il tasso privo di rischio dovrebbe idealmente coincidere con lo stesso orizzonte temporale.

Alcune considerazioni possono essere svolte in relazione alla tipologia di tasso privo di rischio da considerare: scadenze troppo brevi non corrispondono all'effettivo orizzonte temporale dell'investitore ed è quindi preferibile affidarsi a strumenti con scadenze medio-lunghe (7-10 anni), oltre che particolarmente liquidi. Il tasso di rendimento di una obbligazione governativa a dieci anni è spesso utilizzato come tasso *risk free* per la stima dell'ERP, anche se non è l'unico tasso considerabile *risk free* (i tassi OIS possono costituire un'alternativa a tal fine). Identificato lo strumento rappresentativo del tasso privo di rischio, è necessario considerare quale dato campionare per la costruzione dell'ERP. È possibile campionare l'ultimo tasso di rendimento disponibile così come la media di un periodo precedente. In condizioni di stabilità dei mercati, i due dovrebbero coincidere o essere molto vicini. In condizioni di marcata incertezza è possibile osservare una elevata domanda di strumenti con minor grado di rischio (c.d. *flight to quality*). Il tasso di rendimento privo di rischio di questi strumenti subisce una notevole riduzione nell'arco di un breve periodo, con la conseguenza di produrre un ERP meccanicamente maggiore.

#### 4. Metodica del reddito: come e quando occorre considerare il rischio "size" nella stima del valore di un'impresa di minori dimensioni?

##### MB:

In letteratura è controversa l'esistenza di un *size premium*. Storicamente le azioni di imprese di minori dimensioni hanno mostrato un rendimento superiore rispetto alle azioni di imprese di dimensioni più elevate, ma il fenomeno nei tempi più recenti sembra essersi esaurito.

A ben vedere le cause del *size premium* possono essere molto diverse e talvolta non riguardano strettamente la dimensione dell'impresa, in quanto:

- a) ai fini della verifica empirica dell'esistenza del *size premium*, la *size* è misurata sulla base della capitalizzazione di borsa e dunque ricadono in

questa categoria anche aziende di grandi dimensioni in ristrutturazione o in difficoltà operative o finanziarie che presentano una capitalizzazione di borsa contenuta, pur essendo grandi imprese in termini di ricavi, numero di dipendenti, capitale investito;

- b) il *survival bias*, che caratterizza i rendimenti storici calcolati su indici di mercato in luogo che su portafogli chiusi di aziende, assume dimensioni più rilevanti nel caso delle imprese di piccole dimensioni caratterizzate da una maggiore natalità/mortalità rispetto alle imprese di dimensioni maggiori;
- c) le azioni delle imprese di minori dimensioni si caratterizzano per una minore liquidità dei loro titoli azionari rispetto ai titoli di maggiori dimensioni;
- d) le imprese di minori dimensioni possono essere soggette ad un maggior rischio di spiazzamento competitivo rispetto alle aziende di maggiori dimensioni.

E' evidente che:

- a) la prima causa non attiene ad imprese di piccole dimensioni;
- b) la seconda causa attiene ad un *bias* di misurazione;
- c) la terza causa riguarda la liquidità dei titoli, ma non un maggior rischio di natura fondamentale delle imprese di piccola dimensione;
- d) pertanto, solo la quarta causa impatta direttamente sui fondamentali dell'impresa di piccole dimensioni.

Per le ragioni già espresse in precedenza è più opportuno trattare questo rischio nella stima dei flussi prospettici (e nella stima del valore terminale). La circostanza che le imprese di minori dimensioni più facilmente possano essere espulse dal mercato dalla pressione competitiva delle grandi imprese, rispetto a quanto non accada ad imprese di dimensioni maggiori caratterizzate da maggiori risorse per poter reagire, non può certo essere esclusa, tuttavia non è generalizzabile. Sicuramente la piccola impresa che adotta un modello di business tradizionale soffre della concorrenza di imprese di maggiori dimensioni: così ad esempio, un negozio indipendente di piccole dimensioni può soffrire della concorrenza dell'apertura nella stessa area di un centro commerciale, così come un hotel indipendente può soffrire della concorrenza di una catena alberghiera che apra una nuova struttura nella stesso ba-

cino turistico; un'impresa manifatturiera nel settore tessile può soffrire della concorrenza di produttori in paesi a basso costo al ridursi dei dazi, ecc. Al contempo, tuttavia, imprese di piccola dimensione che adottano modelli di business innovativi possono costituire una minaccia per gli *incumbent* del settore. I boutique hotel indipendenti costituiscono una minaccia per le grandi catene alberghiere, l'e-commerce costituisce una opportunità per i *retailer* indipendenti e per i piccoli produttori consentendo loro di accedere a mercati cui non avrebbero altrimenti accesso, ecc.

Limitarsi ad applicare un *size premium* semplicemente perché l'impresa è di dimensioni ridotte costituisce a mio avviso un errore. Non vi è evidenza che i partecipanti al mercato richiedano rendimenti più elevati per imprese di dimensioni più contenute, qualunque sia il loro modello di business. Per certo le imprese di più piccola dimensione che adottano modelli di business tradizionali sono esposti ad un maggiore rischio competitivo, ma ciò dovrebbe più correttamente essere catturato nella stima del valore terminale più che nella applicazione di un *size premium* nella valutazione d'azienda.

#### GB:

Le imprese di minori dimensioni sono più fragili per una serie di motivi (però possono presentare tassi di crescita più elevati). Il tasso di valutazione deve dunque essere appesantito, anche per l'impossibilità di ignorare nel loro caso la componente di rischio che nel portafoglio di un investitore sarebbe "diversificabile".

Purtroppo questi aggiustamenti sono a base empirica e quindi condizionati dalla bontà delle fonti disponibili.

#### FB:

Il premio per la dimensione aziendale è uno dei (tanti) punti sui quali la dottrina e la prassi sono divise. Nel mondo della finanza – ed in particolare nella stima dei target price dei prezzi dei titoli quotati, nelle valutazioni per IPO e nelle operazioni di M&A – gli analisti e le banche d'affari, nella mia esperienza, tendono a non considerare il premio per la ridotta dimensione (*small size premium*, SSP) nel calcolo del costo del capitale. Diverso l'ambito professionale, dove è abbastanza tipico introdurre questo fattore correttivo ad integrazione del rischio di mercato. Le valutazioni per il bilancio (*impairment test*) delle società quotate, sovente, non contemplano SSP.

Il tema non è agevole, posto che si tratta di introdurre un correttivo per un (generico) rischio specifico, sul quale potrebbero riflettersi numerosi fenomeni (tra cui la maggiore volatilità dei risultati e/o il maggior rischio

di *default* di imprese più piccole rispetto a quelle più grandi) che molti sostengono dovrebbero essere (meglio) riflessi nel valore (atteso) dei flussi di cassa e non nel costo del capitale. Quest'ultimo, infatti, nel mondo CAPM "puro", dovrebbe riflettere il (solo) rischio sistematico o non diversificabile, quale non sarebbe la variabile "dimensione", che potrebbe (dovrebbe) essere oggetto di "bilanciamento" nel portafoglio di mercato. Ma le osservazioni di Duff & Phelps (e altri) direbbero che, pur tenendo conto dei rendimenti di portafogli (diversificati), l'effetto dimensione apparirebbe come elemento (strutturale) di differenziazione dei rendimenti, a sfavore della dimensione (cioè il rendimento calerebbe all'aumentare della dimensione aziendale, pur tenendo conto del rischio di mercato). E questo sarebbe confermato misurando la dimensione secondo diverse prospettive (oltre a capitalizzazione di borsa, valore contabile dell'*equity* e dell'attivo, ricavi di vendita, EBITDA, reddito netto rettificato, fino al numero dipendenti).

Lungo questa linea di riflessione e di misurazione empirica, non sarebbe solo la dimensione (relativa) fenomeno rilevante, ma anche altri fenomeni, come si evince dai modelli multi-fattoriale di analisi dei rendimenti di mercato. Tra questi, il più noto è quello di Fama e French, che individuano altre variabili (tre o cinque) di cui tenere conto per la stima del costo del capitale (dati aggiornati sono forniti in: [https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html](https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html)). Onestamente ho sempre avuto (molte) difficoltà ad applicare questo o altri modelli multifattoriali, per la necessità di stimare poi, coerentemente, diversi coefficienti beta per ognuno di questi fattori relativamente ad una singola società (dai quali poi derivare, se necessario, i coefficienti medi o mediani di un campione di società quotate comparabili a quella oggetto di stima). In questo senso, la "riduzione" dei fattori di specificità alla sola dimensione, assumendo un premio standard collegato alla classe dimensionale cui la società oggetto di stima appartiene, rappresenta una (notevole) semplificazione che rende la proposta (facilmente) operativa, ma anche (poco) convincente sul piano teorico. Propenderei, quindi, per trattare (con cura) la stima dei flussi di cassa, scontando nel valore atteso dei flussi l'eventuale maggiore rischiosità di un'impresa di ridotte dimensioni, anche se è evidente che questo è uno dei fattori (in molti casi, non direi il più significativo) che impattano sul profilo di rischio aziendale. Non escludo che, di fronte a una proiezione di flussi di cassa che non appaia (adeguata) rappresentazione di flussi di cassa attesi (in quanto sbilanciata verso scenari ottimistici), qualora la via della correzione dei flussi di cassa attesi non sia percorribile, l'introduzione di un fattore

correttivo del costo del capitale, convenzionalmente indicato come premio per la dimensione aziendale, possa apparire opportuna. Essa sarebbe, però, più correttamente interpretabile come correzione per rischi specifici (di varia natura), non compiutamente riflessi nelle proiezioni dei flussi di cassa (valore terminale incluso). In molti casi, tale componente emerge indipendentemente dalla dimensione aziendale, ma attiene più alla natura delle proiezioni rispetto al contesto competitivo e aziendale di riferimento.

#### RM:

Personalmente ho prestato particolare attenzione sul tema del rischio dimensionale nella valutazione delle aziende, anche perché i commercialisti sono probabilmente i soggetti maggiormente interessati a questa tematica.

Da un questionario somministrato dalla Fondazione dei dottori commercialisti, peraltro, risultò che la tematica della valutazione delle aziende di minori dimensioni era proprio uno dei temi ritenuti più complessi nell'ambito delle valutazioni economiche.

Taluni studiosi negano che "il fattore dimensionale" rilevi dal punto di vista della valutazione delle aziende. Nelle mie riflessioni, la tematica delle dimensioni aziendali deve essere considerata, per diversi aspetti, nelle valutazioni aziendali indipendentemente dall'approccio utilizzato. Basti pensare alla revisione gli importi delle poste patrimoniali nelle società in cui non è presente la revisione legale obbligatoria oppure agli *adjustment* necessari adottando l'approccio del mercato e, in particolare, il metodo dei multipli in cui la ricerca dei comparabili richiede, in taluni casi, considerazioni particolari. Anche l'adozione di metodi afferenti alla metodica del reddito, per venire più specificamente alla domanda, può risultare assai complessa. Il professionista deve, anzitutto, verificare, in funzione della finalità della stima e della configurazione ricercata, che il reddito sia normalizzato e, in caso contrario, rivedere i valori come ritenuto più appropriato. Questo tema, per esempio, è particolarmente delicato nelle imprese familiari, che potrebbero presentare distorsioni a livello di costi operativi.

Altra problematica di particolare rilievo consiste nell'esame del piano. Anzitutto, occorre che vi sia un piano, altrimenti la valutazione con la metodica reddituale appare, tranne i casi in cui l'impresa ha una situazione stabilizzata, inapplicabile. Troppo il rischio di errore, anche in ragione del tempo spesso concesso per espletare l'incarico, di realizzare un risultato approssimativo.

Il fattore dimensionale rileva, poi, anche nella misurazione delle variabili utilizzate per la determinazione del rischio di sistema e del beta. Il beta è solitamente riferito,

come noto, a un gruppo di investitori che diversificano la propria attività. Le PMI, per propria natura sono spesso monobusiness e non avvezze alla diversificazione, hanno un altro approccio e altri rischi sistemici. Personalmente, tuttavia, ritengo che il total beta -lanciato da Damodaran e ripreso da altri studiosi- non sempre porti a risultati necessariamente più attendibili, poiché ciascuna impresa opera, in realtà, con un diverso profilo e la “generalizzazione” della non diversificazione potrebbe non essere appropriata, come altri studiosi hanno dimostrato.

In ultimo, anche il rischio richiesto per investire in un contesto che spesso, come accennato, richiede maggiori rischi comporta anche la determinazione di un *risk premium* usualmente (anche se non necessariamente) più alto. Tutti questi fattori, uniti alla difficoltà di reperire in taluni casi informazioni adeguate, comportano, paradossalmente, che la valutazione di una impresa di minori dimensioni possa richiedere una maggiore complessità, almeno nella determinazione dei valori, maggiore rispetto a taluni imprese di grandi dimensioni.

Proprio per questo motivo, auspichiamo e abbiamo chiesto di poter inserire nei PIV particolari accortezze su temi ricorrenti nelle stime delle PMI, al fine di rendere anche i comportamenti “correttivi” maggiormente consolidati e accettati da operatori e soggetti interessati.

#### MM:

Il tema del “*size premium*” è stato molto trattato dalla letteratura scientifica e professionale, con esiti non sempre convincenti.

Alcuni malintesi derivano, a mio parere, dal fatto che il tema della dimensione è un *issue* che può assumere diverso significato e rilevanza nella cornice della *asset allocation* e in quella della *business valuation*, di cui ci stiamo qui occupando.

Per finalità di valutazione aziendale, innanzitutto bisogna capire quando scatterebbe l’esigenza di porsi il “problema *size*”.

Non penso che rilevi il puro aspetto dimensionale, ma la presenza di criticità che connotano più facilmente le piccole dimensioni, segnatamente:

- l’assenza di una vera e propria struttura organizzativa;
- la carenza di procedure formalizzate di pianificazione;
- la dipendenza dalla figura dell’imprenditore.

Alle criticità ricordate possono sommarsi ulteriori veri e propri fattori di rischio, ad esempio la concentrazione della clientela.

Si tratta di criticità che non possono essere risolte semplicemente con l’applicazione di un *size premium*, ma richiedono un approccio valutativo calibrato appunto sulle problematiche delle piccole e medie dimensioni aziendali.

Per completezza, devo ricordare che l’aspetto dimensionale può assumere rilievo anche al di fuori del contesto finora discusso.

Ad esempio, adottando la metodica di mercato, la selezione delle *comparables companies* non può prescindere dall’aspetto dimensionale (spesso collegato all’articolazione internazionale e alla quota di mercato). Dunque il problema *size* può presentarsi, ai fini comparativi, anche in presenza di imprese che in termini assoluti (di fatturato o di dipendenti) non possono essere definite medie o piccole.

#### GP:

L’introduzione di un fattore di rischio nel processo di valutazione per aziende di piccole dimensioni (*small cap*) è un esercizio piuttosto frequente nella prassi: si ritiene che una impresa di minori dimensioni sia esposta a un maggior numero di rischi e/o sia danneggiata maggiormente dai medesimi rischi in cui incorrono anche le società di maggiori dimensioni, è quindi necessario includere questa componente nella valutazione attraverso un incremento del costo del capitale per la società (c.d. *small cap premium*), o attraverso la riduzione dei flussi di cassa attesi.

L’introduzione dello *small cap premium* nell’esercizio di stima del valore d’azienda viene spesso effettuato attraverso l’incremento del costo del capitale del 3-5%. La validità di questa pratica non è da dare per scontata. L’applicazione del premio trae origine da Banz (1981) dove l’autore, per il periodo 1936-1975, riscontra un rendimento maggiore per le azioni appartenenti al più basso decile di capitalizzazione di mercato rispetto a quelle appartenenti al decile più alto. Recentemente Damodaran (2015) ha replicato tale analisi per il periodo 1926-2014 e ha evidenziato un premio medio del 4,33% rispetto al mercato per le azioni appartenenti al decile più basso, dopo aver effettuato i medesimi aggiustamenti per il rischio. Lo stesso Damodaran sottolinea però alcune criticità riguardanti questo premio:

- a. è incostante per il periodo considerato, con una notevole riduzione dopo il 1981;
- b. è assente se si rimuovono dal campione le società con una capitalizzazione di mercato inferiore a 5 milioni di dollari;
- c. è concentrato esclusivamente nel mese di gennaio

- di ciascun anno e rimuovere quest'ultimo dall'analisi elimina anche il premio stimato;
- d. lo *standard error* del premio medio per il decile più basso è il più alto del campione;
- e. può costituire una *proxy* per il premio di illiquidità, poiché spesso le azioni con minore capitalizzazione sono anche quelle con minor volume transato;
- f. non è presente se, in sostituzione della capitalizzazione di mercato, sono utilizzate altre variabili per definire la dimensione aziendale quali vendite o utile netto;
- g. se l'*equity risk premium* è calcolato secondo una logica *forward looking*, non è presente alcuna differenza tra quanto stimato per il mercato complessivo (S&P 500) e le *small cap* (S&P 600 Small Cap Index).

Descritto il quadro complessivo riguardante la definizione dello *small cap premium* è opportuno riflettere sulla sua effettiva traduzione nell'esercizio di valutazione. In questo caso il valutatore piuttosto che introdurre indistintamente uno *small cap premium* deve considerare se l'azienda valutata presenta idiosincronicamente un grado di rischio superiore rispetto alle concorrenti più grandi e se tale rischio non è già considerato nella stima dei flussi di cassa poiché, in tal caso, l'introduzione di uno *small cap premium* duplicherebbe gli effetti del rischio.

## 5. Metodica del reddito: quale *tax rate* occorre considerare nelle valutazioni d'azienda: il *tax rate* effettivo o il *tax rate* nozionale?

### MB:

Nella mia esperienza gli effetti della fiscalità sono riconducibili a tre principali scelte del valutatore che attengono a:

- a) la fiscalità nel periodo di piano (previsione esplicita);
- b) eventuali benefici d'imposta che vanno oltre il periodo di previsione esplicita;
- c) la fiscalità nella stima del valore terminale.

In linea generale si può sostenere che se l'impresa gode di benefici fiscali o di un regime fiscale sfavorevole (per esempio a causa della indeducibilità di taluni costi) occorre tenerne conto. Il modo migliore per considerare tali benefici/extra-oneri a mio avviso è il seguente:

- i) far uso nel periodo coperto dal piano della fiscalità prevista dalla società;
- ii) far uso nella stima del valore terminale di una fiscalità piena;
- iii) calcolare separatamente il valore attuale dei benefici/extra-oneri fiscali di cui eventualmente l'impresa potrà godere oltre l'orizzonte di piano.

Separando le tre categorie di flussi si ottiene la massima trasparenza nella valutazione.

### GB:

L'aliquota effettiva può essere inseguita solo nel periodo di previsione analitica dei flussi. Nel flusso terminale è spesso inevitabile considerare l'aliquota nominale.

### FB:

Partendo dalla stima del valore del capitale nella declinazione più tipica del DCF, si procede, come ben noto, prima alla stima del valore del capitale investito operativo (*business enterprise value*, BEV), per poi ottenere il valore dell'*equity*, sommando a BEV i *surplus asset* e detraendo la posizione finanziaria netta (nonché le *minorities* e altri valori eventuali di collegamento tra BEV ed *equity*). I flussi di cassa per il calcolo del BEV sono quelli operativi al netto delle imposte (FCF) riferibili al reddito operativo. La stima del valore degli altri elementi che si frappongono tra il BEV e l'*equity* è sempre svolta al netto dei connessi impatti fiscali. Con la specificazione che, per la posizione finanziaria netta, l'effetto fiscale è incluso nel costo del capitale nel DCF/WACC (a riduzione del costo del debito), mentre è calcolato separatamente del DCF/APV (di meno frequente applicazione). Concentrando l'attenzione sul FCF, penso che le imposte da considerare, per ogni periodo di proiezione analitica, siano quelle da corrispondere per cassa, coerentemente con la natura del FCF. A residuo, poi, le imposte saranno quelle "normalizzate" sul reddito operativo, per giungere a una figura medio-normale di flusso di reddito operativo al netto delle imposte (NOPAT). Distinguerai, quindi, tra la stima del flusso di cassa per imposte nel periodo di proiezione analitica (o "di piano") e la stima delle imposte per il calcolo del NOPAT funzionale al calcolo del terminal value (TV).

Nel periodo di piano, ritengo che siano da stimare, per quanto possibile, le imposte "effettive" che impattano su FCF, proiettate distinguendo tra imposte di competenza (a conto economico) e variazioni patrimoniali (debiti, crediti, asset e fondi). Nulla vieta, ovviamente, che, a fronte di poste particolari (perdite fiscali pregresse, contenziosi in corso, altre posizioni fiscali "non ricorrenti")

queste possano essere distinte dal FCF, per essere poi computate a parte sul BEV. Quest'ultimo approccio potrebbe, peraltro, essere suggerito per maggiore chiarezza e trasparenza espositiva.

Per il valore terminale (TV), invece, si renderanno necessarie delle semplificazioni, ricorrendo, necessariamente, a un *tax rate*, sempre di natura "effettiva", ma medio-normale, cioè che dovrebbe essere applicato, in una prospettiva di medio-lungo periodo, senza tenere conto di elementi "non-ricorrenti" (o spalmandone gli effetti sull'esercizio, secondo le note logiche utilizzabili per la normalizzazione del reddito). Anche le eventuali variazioni del circolante e di altre poste patrimoniali connesse alla fiscalità dovrebbero essere azzerate, riflettendo, quindi, nel *tax rate* "medio-normale" eventuali effetti monetari legati al differimento (o anticipazione) della fiscalità. A fronte, poi, di valori fiscali inclusi nei FCF di piano che dovessero ancora essere "sospesi" alla fine di tale periodo, ma che non siano riflessi nel FCF alla base di TV (ad esempio, fiscalità su ammortamenti residui superiori a quelli stimati in TV), essi dovrebbero essere distintamente valorizzati alla fine del periodo di piano, ad integrazione di TV.

#### RM:

Il prelievo fiscale reale può variare significativamente rispetto al prelievo ipotetico. Ciò si riflette ovviamente nella determinazione dei flussi.

Nella scelta del tasso rappresentativo del prelievo fiscale, necessita, anzitutto, distinguere i casi in cui il *corporate tax income* differisce fisiologicamente rispetto al prelievo "normale", rispetto ai casi in cui tale differenza appare solo temporanea. In quest'ultimo caso, le imposte correnti si discostano rispetto alle imposte di competenza solo "temporalmente", essendo destinato il tasso dell'imposizione fiscale a riconciliarsi nel corso del tempo. In quest'ultima fattispecie, appare ragionevole adottare il *tax rate effettivo* per la determinazione analitica dei flussi inclusi nel piano ed il tasso nozionale per il *terminal value*. Taluni studi ritengono che il *tax rate* effettivo sia, per motivi diversi (in primis, la capacità di pianificazione fiscale) fisiologicamente più basso del *tax rate* nozionale. Anche laddove si giungesse a tale conclusione, tuttavia, si riterrebbe non appropriato inserire un *tax rate* "rettificato" anche nella determinazione del flusso perpetuo. Sarebbe, casomai da considerare se non fosse il caso di rettificare il tasso di attualizzazione, stante che il beneficio ottenibile per mezzo della rettifica si produce in un minor costo del capitale e, quindi, in un minor tasso di attualizzazione.

Non è, in ultimo da escludere del tutto l'utilizzo anche

in perpetuo di un *tax rate* diverso rispetto a quello nozionale di riferimento per l'impresa. Più in generale, può sembrare naturale collegare il *tax rate* con la configurazione di valore di riferimento. Nella circostanza in cui, la base di valore sia un valore negoziale equitativo, sta, per esempio, al valutatore andare a considerare il profilo fiscale dell'acquirente che potrebbe mutare, per esempio, nel caso in cui l'acquirente sia persona fisica o giuridica. Caso questo che si potrebbe manifestare soprattutto nelle transazioni che interessano aziende di ridotte dimensioni.

#### MM:

Penso che senza dubbio ai fini valutativi vadano considerate le imposte effettive, che per varie ragioni possono disallinearsi anche in termini significativi dalle imposte calcolate in base alle aliquote fiscali. Con riferimento alle proiezioni analitiche di piano, ho sempre seguito la regola di trattare la tematica fiscale nei flussi considerando esclusivamente i *cash out* riferibili alle imposte.

Nella prospettiva della determinazione del *terminal value*, ho spesso normalizzato il prelievo fiscale, in genere adottando un'aliquota tendenzialmente coincidente con quella fiscale "piena". Se ne ricorrono le condizioni ho valorizzato separatamente (con un approccio "*Sum of the Parts*") le imposte differenziali riferibili a disallineamenti di medio periodo tra imposte normalizzate e imposte effettive.

Per il calcolo del valore attuale delle imposte differenziali di norma ho utilizzato il medesimo tasso impiegato per l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi, vale a dire il WACC.

#### GP:

L'aliquota effettiva corrisponde al rapporto fra le imposte effettivamente pagate nell'esercizio e l'utile imponibile, l'aliquota nominale corrisponde invece alla percentuale di utile imponibile da versare a titolo di imposta secondo la normativa nazionale vigente. Non è insolito che l'aliquota effettiva riportata dalla società risulti inferiore a quella nozionale, perché ad esempio:

- a. l'eventuale differimento di imposte produce inizialmente una aliquota effettiva più bassa di quella nozionale, e una aliquota effettiva più alta di quella nozionale nell'esercizio futuro in cui le imposte differite dovranno essere corrisposte all'erario;
- b. la presenza di perdite d'esercizio, caratteristica tipica delle start-up, può ridurre sensibilmente l'aliquota effettiva, fino a che il beneficio fiscale collegato alla perdita d'esercizio non sarà esaurito. A quel punto l'aliquota effettiva convergerà verso l'aliquota nozionale;

- c. la presenza di crediti d'imposta può comportare una riduzione dell'aliquota effettiva;
- d. una differenza tra le politiche di ammortamento fiscali e le politiche di ammortamento contabili può anch'essa comportare una divergenza tra le due aliquote.

Occorre quindi valutare con attenzione quale delle due aliquote sia la più opportuna da utilizzare a seconda dello scenario considerato. Nella modellizzazione esplicita dei primi anni del modello reddituale, l'utilizzo dell'aliquota effettiva è coerente con la logica di una valutazione analitica: eventuali benefici fiscali devono essere tradotti nella valutazione dell'azienda. Raggiunta la fase di valutazione del valore terminale, tuttavia, la logica a supporto dell'utilizzo dell'aliquota effettiva è sensibilmente indebolita: è improbabile un differimento indefinito delle imposte. In questa fase, quindi, l'aliquota nozionale appare essere più adatta per la stima del valore terminale. Inoltre, in presenza di una modellazione del primo stadio particolarmente lunga, il valutatore può ritenere corretto utilizzare una aliquota effettiva che gradualmente converge verso quella nozionale, così da mitigare nel tempo le eventuali differenze fiscali, caratteristiche del breve periodo.

## 6. Metodica del reddito: come dovrebbe essere compiuta la stima del flusso di risultato da capitalizzare nella stima del valore terminale?

### MB:

Il *primo* compito dell'esperto nell'analisi dell'informazioni finanziaria prospettica, per riprendere una metafora che mi è cara e che ho già usato in precedenza, consiste nel distinguere i "ponti" dai "trampolini", per la semplice ragione che l'informazione finanziaria prospettica assimilabile a questi ultimi non può costituire una base affidabile per la stima del *terminal value* nell'applicazione del DCF. Il *secondo* compito che l'esperto dovrebbe svolgere riguarda l'analisi della solidità del punto di arrivo del piano. In quanto punto di arrivo dovrebbe infatti rappresentare: (i) una situazione di equilibrio; (ii) alla reale portata dell'impresa e non semplicemente *aspirational*; (iii) coerente con il contesto competitivo e gli specifici vantaggi competitivi di cui già gode l'impresa; (iv) raggiungibile attraverso un percorso operativo ben definito e condiviso con le linee di management coinvolte; (v) realistico in termini di tempi di realizzazione.

Il *terzo* compito che l'esperto deve svolgere riguarda l'analisi del profilo di rischio dell'informazione finanziaria

prospettica. Raramente le imprese formulano piani sulla base di più scenari. Normalmente si limitano a formulare il piano sulla base dello scenario più probabile. Tuttavia se il piano è ben costruito e si fonda su un percorso operativo ben definito e condiviso, spesso sono individuate soluzioni correttive nel caso in cui si verificano scenari avversi, o ritardi o più in generale imprevisti. A parità di altre condizioni, quanto più il piano prevede soluzioni alternative e flessibili, tanto minore è l'esposizione del piano stesso a fonti di rischio esogene.

Il *quarto* compito riguarda la verifica dell'esistenza di eventuali vincoli al miglioramento delle performance di piano che possano generare una esposizione asimmetrica al rischio. Se ad esempio il piano prevede l'integrale sfruttamento della capacità produttiva d'impresa, anche quando si manifestasse una domanda più sostenuta rispetto a quella prevista, l'impresa non sarebbe in grado di soddisfarla, mentre quando la domanda fosse più debole l'impresa soffrirebbe in termini di performance. Infine va detto che la stima del valore terminale richiede la comprensione del modello di business, i fattori di successo (*value proposition e profit formula*) ed i relativi rischi di obsolescenza. La comprensione di questi elementi è indispensabile per tradurli in valore d'impresa. Chi compra azioni compra un business, non si limita a realizzare un investimento finanziario.

Occorre tuttavia spiegare cosa si intende con il termine "modello di business". Esso identifica la modalità attraverso cui l'impresa genera ricavi e redditi. Il modello di business può essere rappresentato attraverso sei profili principali:

1. la *value proposition*;
2. i segmenti di mercato serviti e lo spettro di attività svolte;
3. il modello di generazione dei ricavi;
4. la struttura dei costi;
5. il posizionamento nella catena del valore;
6. la tipologia di *asset* necessari.

Qualsiasi impresa si caratterizza per ricavi, costi, attività e passività: qualsiasi impresa acquista input dall'esterno, che trasforma in output e vende sul mercato. Tuttavia in funzione del modello di business adottato mutano le relazioni fra queste variabili e di riflesso il *cash flow conversion cycle*. Se si concepisce l'attività d'impresa come il tentativo del management di generare valore impiegando risorse per generare flussi di cassa in misura eccedente rispetto alle risorse impiegate, il ciclo di conversione di cassa permette di comprendere come il modello di business funzioni, a quali rischi sia esposto e quali ne siano le prospettive di crescita.

Ad esempio pensiamo al caso dell'impresa che sostiene maggiori costi per offrire un servizio di migliore qualità alla propria clientela (= *value proposition*). Ipotizziamo anche che la *value proposition* abbia successo e l'impresa veda crescere i propri ricavi più rapidamente rispetto ai *peer* a parità di acquisizioni lorde di nuovi clienti, per via di una maggiore fedeltà della clientela rispetto ai concorrenti.

L'analisi del modello di business si fonda su metriche di natura non finanziaria. Nell'esempio dell'impresa che mira a fidelizzare la propria clientela, le metriche chiave sono rappresentate dal *churn rate* dei clienti, dal tasso di acquisizione di nuovi clienti, dai costi di acquisizione per cliente e dai costi di *retention* per cliente. Sono queste le metriche che permettono di spiegare la *profit formula* dell'impresa riconducibile a: crescita dei ricavi, marginalità dei ricavi e rotazione del capitale investito.

Ogni modello di business ha propri punti di forza e di debolezza e può risultare di maggiore o minore successo. Dunque il modello di business definisce la *value proposition* dell'impresa e come l'impresa si è strutturata per offrire quella *value proposition* al segmento di clientela di riferimento; sono le metriche non finanziarie, prima, e finanziarie poi a mostrare se il modello di business ha successo o meno.

L'esperto deve essere in grado di rappresentare il *business model*, ovvero la *business idea* e la *execution* da parte del management di quell'idea, attraverso: le metriche chiave non finanziarie, il *cash flow conversion cycle* e la *profit formula*. La valutazione consiste nella traduzione di queste metriche in valore d'impresa.

Nella mia esperienza l'analisi del modello di business è il cuore dell'analisi fondamentale e della stima del valore terminale. Se l'esperto non comprende il modello di business non è in grado di interpretare le *performance* d'impresa e di tradurle in valore, semplicemente perché non può apprezzarne i rischi e le potenzialità di crescita (scalabilità del modello di business).

L'analisi del modello di business non richiede una specializzazione settoriale. Nella mia esperienza quanto maggiore è l'esperienza dell'esperto in settori diversi, tanto più facilmente potrà cogliere i rischi connessi alla introduzione di nuovi modelli di business da parte di potenziali nuovi entranti nel settore o di società di nuova costituzione in grado di aggregare in forme diverse competenze e talenti già presenti nel settore stesso.

#### **GB:**

È necessario normalizzare il flusso dell'ultimo anno di determinazione analitica, per renderlo coerente con le prospettive di crescita (e in generale per eliminare even-

tuali componenti anomali). Il saggio di crescita (reale) deve corrispondere tendenzialmente al prodotto del "*reinvestment rate*" per il rendimento marginale del capitale investito.

Dal saggio di crescita atteso, è possibile derivare l'entità degli investimenti di espansione che è necessario compiere nel lungo periodo: per sostenere uno sviluppo del 2% dei flussi in presenza di un ROIC del 10% deve essere previsto un "*reinvestment rate*" del 20%.

In presenza di tassi di crescita significativi, è utile articolare in più periodi la stima del valore terminale, perché nell'ultimo periodo, dopo una progressiva attenuazione, la crescita deve generalmente allinearsi a quella del settore. La correzione più importante del flusso dell'ultimo periodo di determinazione analitica riguarda appunto l'entità degli investimenti. Naturalmente non possono essere dimenticati gli investimenti di mantenimento, per sostenere i flussi correnti. Qualche aggiustamento può essere necessario anche per il capitale circolante e per altre componenti dei flussi di risultati.

#### **FB:**

La stima del valore terminale (TV) è sempre un passo delicato per il calcolo del valore del capitale. Per questo, si suggerisce di applicare diversi approcci, di cui confrontare i risultati, tra i quali: a) la capitalizzazione del flusso di cassa medio-normale atteso dal primo anno successivo all'ultimo di proiezione analitica ( $FCF_{n+1}$ ), dato il costo del capitale (WACC) e un tasso di crescita perpetuo (G); b) la stima via *value drivers* (NOPAT, RONIC, G, WACC); c) l'applicazione dei (più significativi) multipli di mercato (tipicamente EV/EBITDA e EV/EBITA) normalizzati attesi alla fine del periodo di piano. Concentriamo ora sulla stima di  $FCF_{n+1}$ . Questo è dato dal reddito operativo al netto delle imposte (NOPAT) meno la variazione di capitale investito connesse alla crescita attesa (perpetua, costante).

Il NOPAT dovrebbe essere quello medio-atteso, quindi normalizzato di eventuali componenti non-ricorrenti (da non considerare o da ricondurre a un valore medio di esercizio), ma anche, e soprattutto, di fenomeni legati alla ciclicità del business, da apprezzare con grande cura. Non si tratta di un passaggio agevole, posto che l'approccio tipico (se vogliamo "inerziale") è quello di partire dal NOPAT dell'ultimo anno di piano, aumentandolo, se del caso, del tasso di crescita g (che dovrebbe manifestarsi da  $n+1$ ). Questo procedimento può essere analizzato e scomposto, almeno, in due livelli: la normalizzazione dell'EBITDA e quella degli ammortamenti. Per la prima, partire dall'EBITDA dell'ultimo anno di piano è accettabile se questo rappresenta già un risultato

atteso medio-normale (che possa poi crescere al tasso  $g$ ). Se sussistono elementi di incertezza su questo (legati alla ciclicità del business), l'EBITDA potrebbe essere quello medio di più anni di piano o, comunque, rettificato (secondo varie tecniche) per tenere conto della ciclicità. Gli ammortamenti, invece, dovrebbero riflettere, *in primis*, gli investimenti di mantenimento (in pratica, in TV, le due grandezze potrebbero essere coincidenti), che potrebbero differire (essere più elevati, ma anche più ridotti) degli ammortamenti dell'ultimo anno di piano (o anche di quelli medi, variamente computati). La stima di tali investimenti di mantenimento potrebbe non essere agevole, ma essa richiede un necessario approfondimento valutativo (tanto più rilevante, quanto maggiore sia l'intensità del capitale fisso), in collegamento anche con la stima dei costi di manutenzione (ordinaria e straordinaria), che dovranno essere anch'essi attentamente esaminati e normalizzati. All'interno degli ammortamenti non sono compresi quelli relativi ad *asset intangibili* che non richiedano uno specifico processo di manutenzione e rinnovo, ma siano mera espressione contabile del contributo alla produzione economica di esercizio di valori pluriennali (quali, ad esempio, marchi, brevetti, know-how, liste di clienti, reti distributive e di servizio), emergenti per lo più da operazioni straordinarie e relative contabilizzazioni (PPA). Tali ammortamenti, peraltro, non dovrebbero essere considerati nemmeno nella stima del NOPAT nel periodo di piano (a meno dei loro eventuali effetti fiscali).

La variazione del capitale investito, che collega il NOPAT al FCF, è chiaramente nulla in assenza di sviluppo, nel qual caso la grandezza da capitalizzare per la stima di TV è il NOPAT medio-normale. Con  $g$  positivo, invece, si apre il tema (delicato) degli investimenti a supporto dello sviluppo, da trattare, in primis, indagando sulla natura di  $g$ .

Se  $g$  riflette solo la crescita legata all'inflazione attesa di medio-lungo periodo, si potrebbe trascurare la variazione di capitale fisso (in quanto con l'inflazione crescono anche gli ammortamenti, assunti tipicamente eguali agli investimenti di mantenimento e rinnovo), mentre potrebbe essere considerata quella del circolante, ma per componente "monetaria" (crediti meno debiti, scorte escluse). Se quest'ultima fosse limitata, la variazione del capitale investito potrebbe essere mantenuta nulla (ovviamente il costo del capitale dovrà comprendere anch'esso l'inflazione attesa, che potrebbe essere diversa da quella "aziendale" riflessa in  $g$ , ma la semplificazione dell'allineamento potrebbe essere in molti casi accettabile).

Se  $g$  contiene anche una componente reale, è senza dubbio necessario tenere conto della variazione di capita-

le investito ( $\Delta CI$ ) a supporto di tale crescita.  $\Delta CI$  può essere stimato in proporzione (costante) alla variazione (reale) di fatturato (e, quindi, di NOPAT, assunta una sua relazione stabile con le vendite in TV).

Da annotare, invece, la non accettabilità di un calcolo del FCF in TV pari al FCF dell'ultimo anno o come media dei FCF di due o più anni di piano (entrambi crescenti o meno a  $g$ ), che a volte si rinviene nella prassi. Questo per i molteplici elementi che collegano NOPAT a FCF (ammortamenti e investimenti, variazioni del circolante), che presentano tipicamente valori specifici nei singoli periodi di piano (legati alla crescita e ad altri elementi di differenziazione di periodo) affatto diversi da quelle stimabili in sede di normalizzazione del FCF, lungo le linee in precedenza indicate.

#### RM:

La stima del flusso del *Terminal Value* (TV) è sicuramente uno dei temi più delicati nell'ambito delle valutazioni del reddito. Numerose stime evidenziano come esso identifichi la parte più significativa del valore attribuito alle aziende in sede stimativa (nonché evidentemente l'intero valore nel caso in cui si applichi il "*capitalization method*").

D'altronde, l'assunzione che l'azienda possa continuare a generare reddito negli esercizi futuri è di per sé un presupposto di partenza che aiuta a misurare il valore corrente dell'azienda, ma che di fatto non può (e non potrebbe) trovare giustificazione (negazione) nei fatti successivi.

Prendendo, poi, in esame il flusso di riferimento e considerando, nello specifico, la logica di determinazione dei flussi finanziari, appare evidente che debba essere considerato il *Free Cash Flow from Operations* per le valutazioni *asset side* e il *Free Cash Flow to Equity* per le valutazioni *asset side*.

Ciò detto, al fine di addivenire a una stima accurata, occorre considerare che il flusso di riferimento sia un flusso in una posizione stabile (*steady state*), poiché è illogico pensare di proiettare un flusso nel futuro, pensando che questo sia un flusso destinato a non ripetersi. Tale flusso dovrebbe identificare il flusso medio atteso da proiettare nel futuro.

Il flusso, inoltre, deve essere "normalizzato"; per tale motivo, se anche nell'ultimo periodo considerato vi siano dei componenti "eccezionali", in quanto ritenuti non ripetibili nel futuro o di entità anomala o straordinari, intesi quali elementi extra ordinari, occorre ricondurre il flusso alla misura che può aver senso considerare "riproducibile" nel futuro.

Ancora, stante che i flussi economici e finanziari tendo-

no a coincidere nel medio-lungo termine, apparrebbe equivalente dal punto di vista teorico il flusso da proiettare nel futuro. Se, tuttavia, non ricorrono particolari motivazioni che optano per l'utilizzo di un flusso di diversa natura rispetto a quello utilizzato nell'analisi della proiezione analitica dei flussi, sembrerebbe logico adottare il flusso (finanziario od economico) già adottato per la misurazione dei flussi dei singoli periodi considerati. Tuttavia, spesso, si può verificare che il flusso finanziario non rappresenti adeguatamente la redditività futura. Uno dei motivi "razionali" che potrebbero far propendere per la proiezione del flusso economico consiste nella maggiore "instabilità" del flusso monetario -dovuto a molteplici fattori legata alla tempistica dei pagamenti rispetto al periodo di accadimento dell'evento sottostante- rispetto a quello economico.

La discrasia appare evidente se viene presa in considerazione la relazione tra la perdita di valore degli elementi strumentali ("ammortamenti" nella prospettiva economica e gli investimenti di capitale). Semplificando, spesso si presuppone che nel lungo periodo gli investimenti saranno integralmente ammortizzati e, quindi, il flusso economico in uscita complessivo (gli ammortamenti accumulati) risulterà equivalente al flusso finanziario (l'investimento).

La relazione tra ammortamenti e investimenti di capitale appare, in questo caso, da considerare poiché laddove nell'esercizio considerato l'impresa abbia un livello di investimento superiore alla normalità (perché magari in espansione), l'utilizzo del flusso finanziario potrebbe essere penalizzante rispetto all'adozione del pertinente flusso economico, che per sua logica razionale ripartisce -per mezzo della tecnica degli ammortamenti- il "costo" dell'investimento lungo la vita utile economica dell'elemento (e viceversa).

In termini più generali, il rapporto tra ammortamenti e investimenti deve essere considerato anche che nella prospettiva di una crescita costante, varie ricerche empiriche hanno dimostrato che i capital expenditure tendono ad essere superiori rispetto agli ammortamenti.

In tale prospettiva, l'*American Society of Appraisers* (2016) per determinare una più coscienziosa relazione tra ammortamenti e investimenti di capitale indica una serie di fattori da considerare:

- nella stima prospettica degli investimenti di capitale a valere nel tempo (se l'impresa opera in un settore capital intensive, se il business è in fase di crescita, ciclicità del business, livelli di sovra-investimento (sotto-investimento) nel recente passato, ambiente competitivo, cambi tecnologici attesi, incrementi di efficientamento o produttività attesi,

*regulatory compliance*, crescita e redditività attesi) e nella stima degli ammortamenti;

- nella stima della quota di ammortamento "normalizzata" (per es., se gli ammortamenti sono legati a specifici periodi di investimenti, esistenza di progetti che richiedono utilizzo di elementi strumentali, criteri di ammortamento adottati, natura degli elementi ammortizzati).

Altro tema critico nella determinazione del TV è rappresentato dalla determinazione del tasso di crescita. Per l'analisi di tale punto, si rinvia a quanto detto con riferimento alla risposta 2.

#### MM:

Di regola il *terminal value* costituisce la componente dimensionalmente più importante del valore di stima complessivo. Il *terminal value* dipende dalla dimensione del flusso di cassa normalizzato e dal tasso di crescita attesa ("g"). A propria volta tali grandezze (flusso normalizzato e "g") sono tra loro interdipendenti. Il flusso normalizzato è di norma ottenuto apportando una serie di rettifiche al flusso dell'ultimo anno di piano. Talvolta il flusso normalizzato è ottenuto semplicemente come media dei flussi degli ultimi 2/3 anni di piano.

Gli aspetti più importanti che rientrano nell'analisi di normalizzazione sono i seguenti:

- a) la marginalità a regime;
  - b) l'incidenza degli investimenti di mantenimento (*maintenance capex*);
  - c) la misura degli investimenti atti a supportare la crescita di lungo termine (*growth capex*).
- a) La determinazione della marginalità a regime richiede un'attenta analisi del posizionamento competitivo e dei costi necessari per mantenerlo, che in relazione al settore di appartenenza dell'azienda possono riguardare i costi di marketing e promozionali, i costi di ricerca e via dicendo. Tale analisi non può prescindere dall'esame della coerenza della marginalità rispetto alla performance storica dell'azienda e a quella dei competitors.
  - b) Generalmente si assume che le *capex* di mantenimento pareggino gli ammortamenti. Tale ipotesi, frequentemente adottata dagli analisti finanziari, richiede specifiche verifiche, fondate ad esempio su un'analisi retrospettiva dell'incidenza delle *maintenance capex* rispetto al fatturato.
  - c) Infine, l'analisi delle *growth capex* ha quale obiettivo primario la verifica della coerenza degli in-

vestimenti rispetto al tasso di crescita di lungo termine assunto per il calcolo del terminal value.

Un semplice test che può aiutare a capire la coerenza delle ipotesi di piano, e quindi la loro ragionevolezza, consiste nell'analisi della dinamica dell'indice *return on investment* (ROI). Livelli del ROI di fine piano più elevati rispetto alla media storica o ai *competitors* costituiscono un indicatore di incoerenza delle ipotesi di piano in merito alla dinamica dei margini e degli investimenti (*maintenance e growth capex*).

#### GP:

Il flusso di risultato da capitalizzare nella stima del valore terminale di un'azienda (detto anche flusso 'normalizzato') rappresenta il flusso di cassa annualmente prodotto dal momento in cui l'azienda termina una fase di crescita e raggiunge una condizione di stazionarietà, con crescita dei flussi contenuta o assente.

Identificato il valore da considerare, la stima del medesimo richiede non poche considerazioni collegate allo sviluppo del modello reddituale da realizzare. In primo luogo l'importo da modellizzare come flusso di risultato finale (che sia il valore delle vendite, il margine operativo o l'EBIT) dovrebbe rispecchiare l'ammontare mediamente atteso per tutti gli esercizi successivi. Può essere opportuno affidarsi a valori *adjusted* per risolvere eventuali stagionalità, modifiche di principi contabili e condizioni economiche eccessivamente favorevoli/sfavorevoli nel periodo di modellizzazione dei singoli flussi di cassa annuali. L'entità del flusso di risultato normalizzato è funzione anche della soluzione adottata per la stima dei flussi di cassa per i primi anni del modello. La lunghezza del periodo di modellizzazione esplicita assieme alla presenza di uno più stadi nel modello influiscono sull'entità del flusso utilizzato per stimare il valore terminale, oltre che al peso del valore terminale sul valore complessivo dell'azienda. Nel modello a uno stadio, una modellizzazione esplicita di durata superiore, produce un valore terminale superiore ma un peso di quest'ultimo sul valore complessivo dell'azienda inferiore. Nel modello a due stadi, una modellizzazione esplicita di durata superiore del secondo stadio, produce un valore terminale inferiore e un peso di quest'ultimo inferiore sul valore complessivo dell'azienda. La durata del periodo di modellizzazione esplicita non è da considerarsi universalmente uguale a un predeterminato numero di anno, ma deve tener conto della capacità di previsione dei risultati per gli anni esplicitamente modellizzati.

## 7. Metodica del reddito: quando è appropriato aumentare il costo del capitale calcolato sulla base del CAPM di premi per il rischio specifico (idiosincratice, ad esempio il c.d. *execution risk* del piano) e come vanno stimati?

#### MB:

Va premesso che il costo del capitale va applicato agli *expected cash flow*. Se l'esperto fa uso dei *most likely cash flow* (all'infuori dei casi in cui i flussi attesi assumano una distribuzione normale) non può far uso del costo del capitale: in questi casi l'esperto deve aggiungere al costo del capitale un premio per il rischio aggiuntivo (*alpha factor*).

Nella mia esperienza è sempre preferibile far uso – quando possibile – di *expected cash flow*, evitando aggiustamenti arbitrari del costo del capitale. Lo svantaggio di questa soluzione consiste nel fatto che qualora l'informazione prospettica non esprima *expected cash flow* è l'esperto che deve aggiustare i flussi di cassa attesi, ma ciò:

- a) espone l'esperto ad assumere rischi impropri. Se il piano è responsabilità del management ogni modifica comporta un'assunzione di responsabilità del esperto;
- b) richiede una analisi fondamentale molto approfondita.

In molte giurisdizioni l'esperto evita di aggiustare l'informazione finanziaria prospettica, per mantenere la responsabilità dell'informazione prospettica in capo al management, e pertanto incorpora il rischio dell'informazione prospettica nel tasso di sconto. Il difetto di questa soluzione consiste nel fatto che l'aggiustamento al tasso di sconto (la dimensione dell'*alpha factor*) scaturisce dalla volontà di evitare l'assunzione di responsabilità che la rettifica dei flussi di risultato attesi altrimenti comporterebbe, piuttosto che dalla superiorità teorica del criterio di valutazione fondato sulla rettifica del tasso di sconto, rispetto alla soluzione da manuale di scontare al costo del capitale gli *expected cash flow*. Prova ne sia che la via della rettifica del tasso di sconto rispetto all'aggiustamento dei flussi di cassa è assai più diffusa nei paesi di *common law* rispetto ai paesi di *civil law*. Questa è anche la ragione per cui la manualistica anglosassone riporta così spesso aggiustamenti al costo del capitale in forma di premi per il rischio aggiuntivi.

Benché sotto il profilo strettamente matematico aumentare il costo del capitale di un fattore *alpha* o viceversa ridurre i flussi per esprimerli nella forma di flussi attesi

può condurre al medesimo risultato, le due soluzioni non sono equivalenti sotto il profilo della trasparenza del processo valutativo. Infatti mentre la rettifica in diminuzione dei flussi è ottenuta per via analitica grazie ad un'analisi puntuale del piano ed alla rettifica di alcune voci di ricavo o di costo o di capitale investito o di struttura finanziaria, la stima dell'*alpha factor* è ottenuta per via sintetica. Nel migliore dei casi, l'esperto si limita a tradurre l'effetto dell'*alpha factor* sul risultato finale, mostrando di quanto si sarebbero dovuti tagliare i flussi di risultato attesi (scontati al costo del capitale) per ottenere il medesimo risultato.

Quando si procede a rettificare i flussi di risultato attesi è più facile trovare evidenze esterne in grado di corroborare tali rettifiche (si pensi ad esempio alle previsioni di consenso degli *equity analysts* che seguono le società quotate, le quali normalmente si assestano al di sotto delle *guidelines* annunciate dalle società stesse). Nel caso dell'*alpha factor* è invece molto più difficile trovare evidenze esterne affidabili. Lo stesso *implied cost of capital*, quando ricavato da previsioni di consenso degli analisti inferiori rispetto a quelle di piano, non fornisce una indicazione del tasso da applicare ai flussi di piano.

Ciò premesso, non sempre è possibile fare riferimento agli *expected cash flows*. Al riguardo bisogna distinguere due diverse situazioni:

- a) il caso in cui il piano dell'azienda presenta contemporaneamente *expected cash flow* e *most likely cash flow*: ad esempio perché il piano prevede oltre allo svolgimento dell'attività ordinaria d'impresa – per la quale l'informazione prospettica esprime gli *expected cash flows* – anche il lancio di nuovi prodotti in nuovi mercati i cui risultati attesi rappresentano lo scenario *most likely*;
- b) il caso di imprese in start up o in declino, per le quali gli scenari evolutivi prospettici sono rappresentabili sulla base di uno sviluppo binomiale, del tipo *hit or miss*.

Nella mia esperienza, nel primo caso (flussi di piano misti) è opportuno distinguere i flussi *expected* dai flussi *most likely* e procedere poi all'attualizzazione separata delle due serie di flussi, facendo uso rispettivamente del costo del capitale e del rendimento richiesto dai partecipanti al mercato per nuove iniziative (investitori finanziari di *private equity* o di *venture capital*)

Nel secondo caso (*start up* o imprese in declino), invece, la valutazione necessariamente muove da una stima dei flussi nella prospettiva di successo (*most likely*) ed il tasso di sconto richiede una maggiorazione. Tuttavia in

questi casi la stima del saggio di sconto non è ottenuta per somma del costo del capitale e dell'*alpha factor* ma fa direttamente riferimento al rendimento richiesto dai partecipanti al mercato nel caso di investimenti in aziende simili. Ancora una volta il riferimento ad investitori finanziari di *private equity* o di *venture capital* può costituire un utile riferimento.

#### GB:

La maggiorazione è giustificata quando si ritiene che la variabilità dei risultati prospettici sia superiore, per ragioni sistematiche, a quella implicita nel  $\beta$  desunto dalle società quotate confrontabili. In questo caso è possibile effettuare la correzione direttamente sui flussi, per ricondurli ad una dimensione medio-normale (da un punto di vista probabilistico) oppure incrementando il tasso. Tale incremento dovrebbe essere calcolato in modo da condurre a un risultato valutativo equivalente a quello che si sarebbe ottenuto, appunto, correggendo i flussi.

#### FB:

Valore e rischio sono elementi interconnessi che i modelli di valutazione trattano, necessariamente, in via semplificata, giungendo a sintesi sempre criticabili. Nell'ambito del DCF, quindi di un modello che sconta il rischio (inteso come volatilità nei risultati attesi) nei flussi di cassa (valore terminale incluso) e nel tasso di attualizzazione (costo del capitale), è sempre aperta la questione del dove e come siano trattati i numerosi fattori di rischio che qualificano la produzione economica d'impresa. Un principio essenziale è, come sempre, la coerenza tra flussi e tassi, non necessariamente rispettata. Il CAPM è, come ben noto, un modello ultra-semplificato di collegamento tra rendimento e rischio, che, nonostante tutto, ritengo apprezzabile, ma da applicare attentamente. Un punto essenziale è che si dovrebbero attualizzare flussi "attesi", che scontano, quindi, molteplici scenari evolutivi, diversi (in negativo e in positivi) da quelli previsti con maggior grado di probabilità (soggettivamente qualificato). In questa prospettiva, il mio suggerimento sul punto, è quello di partire dalla natura dei flussi oggetti di attualizzazione. Se questi sono giudicati espressione di valori attesi (che riflettono, quindi, anche scenari ove si manifestano, in negativo e in positivo, fenomeni di rischiosità specifica) penso non si debbano apportare correttivi al costo del capitale ex CAPM. Se, invece, come sovente accade nelle imprese distressed (ma anche nelle start-up o nelle imprese in prima fase di sviluppo), i flussi siano giudicati non riflettere questa natura, ma siano più vicini a valori "ottimistici", che scontano, cioè, maggiormente, fenomeni (specifici) positivi invece dei negativi, abbiamo

due possibilità. Quella più chiara (e corretta), ricorrere ad analisi di scenario (o simulazioni anche di tipo Monte Carlo) per stimare flussi attesi (diversi da quelli previsti). Se tale via non risulta applicabile (o comunicabile), può essere introdotto un premio per il rischio specifico (SRP) a livello di costo del capitale. SPR potrebbe essere, comunque, stimato dal valutatore sulla scorta di un'analisi di scenario (anche non resa esplicita), derivando da questa il valore di capitale ritenuto corretto e stimando, poi, il costo del capitale che conduce a un valore attuale dei flussi previsti pari a tale valore del capitale. Se sono poi disponibili altri riferimenti esterni per la stima di SRP, questi potranno essere eventualmente considerati come elementi di controllo delle stime effettuate (basate sui "fondamentali" dell'azienda). Come ben noto, che gli intervalli proposti dalla prassi per la stima di SRP (tra gli altri, legati a diversi fattori, tra cui l'*execution risk* del piano, ma anche, ad esempio, la dipendenza da persone chiave o da specifici fornitori e/o clienti) sono sempre molto ampi e difficili da applicare ai casi concreti, senza approfondimenti valutativi, che possono, come suggerito, essere colti da un'analisi per scenari (o strumenti simili). Per sintetizzare, nel trattamento dei rischi specifici, data la loro natura (diversa caso per caso), la mia preferenza va alla correzione dei flussi, da utilizzarli, eventualmente, in via implicita, nella stima di SRP, qualora il contesto valutativo renda più opportuno questo accorgimento valutativo.

**RM:**

I rischi specifici costituiscono una componente di sicuro interesse nelle determinazioni del CAPM.

Evidentemente, per proprio natura (la specificità) è difficile anche generalizzare il tema. Contestualmente, la materia si presta ad essere soggetta a una forte discrezionalità e l'utilizzo disinvolto dei premi indubbiamente può alterare i risultati concernenti la valutazione dell'azienda. Esistono, tuttavia, alcune situazioni in cui è più facile rinvenire la presenza di fenomeni idiosincratici capaci di rettificare la stima della valutazione aziendale. Tali fenomeni possono essere legati a condizioni di posizionamento nel mercato o squisitamente interne.

Tra i fattori legati al posizionamento del mercato, la valutazione di start up potrebbe, stante l'incertezza connessa a molteplici fattori che possono condizionare il buon andamento della realtà aziendale, essere facilmente condizionata da un *company risk* specifico.

Altra circostanza che potrebbe "giustificare" un maggiore *company risk* concerne la scarsa propensione dell'azienda a diversificare il rischio. Le imprese mono-cliente o il cui business è concentrato su un unico settore (monobu-

siness) o pochi settori possono risentire maggiormente del rischio specifico. Per tale motivo, parte degli studiosi ritengono che le PMI, meno capaci di diversificare il proprio business e più orientate a "subire" i trend economici, presentino profili di rischio tendenzialmente superiori.

Altro discorso interessa la valutazione delle aziende che presentano tematiche fondamentalmente interne che possono rendere ragionevole attribuir un maggior rischio concernente il raggiungimento dei risultati posti nel piano (*execution risk*). Tale rischio può essere connesso al contenuto del piano, così come può essere legato alla "qualità" del piano. Nel primo caso, si possono presentare piani più o meno "rischiosi". Ciò è legato anche alla natura del piano e/o alla configurazione di valore ricercata. Stante che i piani dovrebbero presentare la migliore stima possibile, occorrerà verificare, ad ogni modo, la ragionevolezza del contenuto del piano. Ribadendo l'importanza della base informativa e dell'analisi concernente i fondamentali dell'azienda, spetta al valutatore riportare nella valutazione le proprie considerazioni.

Allo stesso tempo, il valutatore potrebbe attribuire un rischio specifico maggiore alla formulazione del piano anche per la "qualità" del piano, laddove per qualità si intende l'insieme dei fattori che possono lasciare dubbiosi sul percorso che ha portato alla misurazione dei risultati del *business plan*, a partire dalla qualità del management che ha predisposto il *business plan* per arrivare alla coerenza tra ipotesi e risultati, alla modalità con cui i risultati sono stati quantificati.

Ciò detto, il maggior rischio percepito può inevitabilmente tradursi nella rettifica dei flussi o nell'incremento del tasso. Si ritiene più corretto intervenire sul tasso, strumento che tipicamente accoglie le diverse componenti di rischio in termini valutativi.

**MM:**

Occorre in primo luogo precisare che i fattori specifici di rischio debbono essere correttamente rappresentati dal modello di calcolo dei flussi attesi.

Spesso si tratta di fattori di rischio caratterizzati da andamento discontinuo (si presentano o non si presentano). Un esempio tipico è costituito dalle licenze e dalle concessioni, che possono essere o non essere rinnovate. Una analisi per scenari aiuta in genere a trattare fenomeni di incertezza di tale natura.

Realizzata una adeguata rappresentazione ai flussi attesi, si pone il tema del calcolo del tasso di attualizzazione.

La teoria della finanza suggerisce un semplice principio: se i fattori di rischio specifico possono essere neutralizzati con la diversificazione, tali fattori non dovrebbero es-

sere prezzati nel tasso, che ha la funzione di remunerare il solo rischio di mercato, non diversificabile. Quindi a mio parere la scelta dipende dal contesto di riferimento assunto nella valutazione (CAPM compliant o non CAPM compliant).

Considero di altra natura il tema del *business plan execution risk*. Il problema non è infatti riferibile al verificarsi di una “discontinuità” (come la perdita di una licenza) ma alla qualità dei dati di piano e alla conseguente credibilità delle proiezioni finanziarie desumibili dal piano stesso.

L'idea di fondo è la seguente:

- (i) se il piano appare “aggressivo” rispetto alle aspettative di mercato;
- (ii) se la società sistematicamente non ha raggiunto gli obiettivi che si era posta;
- (iii) se si tratta di un piano che non raffigura uno scenario medio atteso,

si pongono due alternative, che consistono nella revisione del piano o nella rettifica del tasso attraverso l'incremento del premio per il rischio. La prima soluzione (che parrebbe la più razionale) per varie ragioni, che non sto a commentare, viene spesso giudicata impraticabile. La rettifica del tasso pone tuttavia una serie di problemi pratici di difficile soluzione, che riguardano la misura del premio. Tra le metodologie adottate merita di essere ricordata la stima del premio in funzione degli scostamenti osservati nel passato tra risultati di piano e risultati effettivi.

#### GP:

Il costo del capitale proprio calcolato attraverso l'utilizzo del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) misura il costo dell'equity (COE) per un certo titolo 'A' come maggiorazione del tasso privo di rischio, sulla base della sensibilità del rendimento dell'azione (beta) al rendimento del mercato azionario d'appartenenza al netto dello stesso tasso privo di rischio (equity risk premium – ERP).

$$E[r_i] = r_f + \beta_i (r_m - r_f)$$

Affinché il costo del capitale proprio debba essere maggiorato di una componente collegata al rischio specifico dell'azienda è opportuno preliminarmente verificare se tale rischio è presente. Un possibile punto di partenza, seguendo l'approccio fornito dal CAPM, può essere, per il valutatore, considerare gli esiti della regressione realizzata per stimare il beta di A. Un'azienda potrà essere maggiormente soggetta a rischio specifico anziché

a rischio sistematico se, nella stima del beta, il valore di quest'ultimo è sensibilmente basso, è statisticamente non significativo e/o se l'R2 della regressione è relativamente basso. È importante però considerare che la presenza di uno (o più) delle tre caratteristiche sopra elencate non costituisce un requisito sufficiente per dimostrare la presenza di un rischio specifico, bensì dimostra che il rischio sistematico non è sufficiente a spiegare la volatilità totale del titolo e che è opportuno svolgere ulteriori indagini.

#### 8. Metodica del reddito: quando si deve valutare l'azienda nella prospettiva pre-money (ante aumento di capitale con rinuncia al diritto di opzione) è sufficiente calcolare il valore post money e poi detrarre l'aumento di capitale od occorre considerare anche i possibili effetti diluitivi connessi all'ingresso del nuovo socio?

##### MB:

La domanda si riferisce ai casi in cui l'azienda oggetto di valutazione necessita di un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, per poter acquisire le risorse finanziarie necessarie ad un piano di sviluppo o ad una ristrutturazione del debito. Il valore *pre-money* corrisponde al valore *post money* al netto dell'aumento di capitale sotto la condizione che il prezzo di sottoscrizione delle nuove azioni coincida con il valore delle azioni ante aumento di capitale maggiorato del valore attuale dei benefici netti per azione generabili con l'aumento di capitale. In questo caso non ci sarebbe alcun effetto diluitivo. Questa circostanza è raramente soddisfatta in quanto, anche quando le azioni di nuova emissione siano azioni ordinarie (quindi prive di speciali privilegi):

- a) la società ha necessità dell'aumento di capitale per sviluppare il proprio business o per ristrutturare il debito. Ciò significa che in assenza di aumento di capitale i vecchi azionisti o perdono opportunità di generazione di valore o mettono a rischio la continuità aziendale;
- b) il nuovo socio (o i nuovi soci) non otterrebbero alcun beneficio dal loro investimento se riconoscessero nel prezzo cui è regolato l'aumento di capitale tutti i benefici che l'aumento di capitale consente di realizzare.

In questi casi il prezzo per azione dell'aumento di capita-

le è frutto della negoziazione fra le parti, in quanto dato il fabbisogno di nuovo capitale, esso definisce la percentuale di partecipazione di ciascuna parte ai risultati dell'entità post aumento di capitale. Se i nuovi soci ed i vecchi soci sono soggetti fra loro indipendenti è possibile individuare due prezzi limite di riferimento per le parti (il prezzo minimo dei vecchi soci) ed il prezzo massimo per i nuovi soci) oltre il quale si genererebbe una distruzione di ricchezza. La differenza fra i due prezzi è tanto maggiore quanto maggiori sono i benefici attesi dall'aumento di capitale e quanto minore è la necessità di coinvolgere i vecchi soci nella gestione dell'impresa post aumento di capitale. La differenza tra i due prezzi definisce l'area di contrattazione fra le parti. Il risultato della contrattazione è funzione fra gli altri dell'interesse (o meno) di altri investitori ad entrare nel capitale della società che effettua l'aumento di capitale.

Il prezzo minimo dovrebbe essere calcolato facendo riferimento al valore post aumento di capitale diviso il numero massimo di azioni emettibili dall'azienda senza effetto diluitivo. Il numero massimo di azioni emettibili è pari alla differenza fra il rapporto del valore complessivo dell'azienda post aumento di capitale diviso il valore per azione senza aumento di capitale ed il numero di vecchie azioni. Il prezzo massimo invece dovrebbe essere calcolato facendo riferimento ai flussi attesi dal piano aziendale post aumento di capitale, detraendo poi il valore dell'aumento di capitale. Per maggiore chiarezza consideriamo un esempio: supponiamo che il valore dell'impresa senza aumento di capitale sia pari a 100 e che il numero di vecchie azioni sia pari a 100. Il valore per azione ante aumento di capitale è pari a 1. Supponiamo anche che l'aumento di capitale sia pari a 50 e consenta di generare benefici in valore attuale (= VAN dell'investimento) pari a 30. Il valore dell'equity post aumento di capitale sarà pari a 180 (= 100 + 50 + 30). Il valore dell'equity post aumento di capitale ed al netto dell'aumento di capitale sarà pari a 130 (= 180 - 50), che suddiviso sul numero di azioni ante aumento di capitale restituisce il prezzo massimo per azione per i sottoscrittori, pari a 1,3 (= 130/100). Il numero massimo di azioni emettibili senza diluire i vecchi soci, invece, è pari a  $180/1 - 100 = 80$ . E quindi il prezzo minimo è pari a 0,625 (= 50/80). Se l'azienda emettesse 80 nuove azioni, il numero totale di azioni salirebbe a 180 (= 100 + 80) ed il valore per azione post aumento di capitale sarebbe pari ad 1 (= 180/180). Qualunque prezzo negoziato compreso fra i due prezzi identificati costituisce una soluzione *win-win*. Ad esempio se il prezzo di sottoscrizione dell'aumento di capitale fosse pari a 1,1 per azione verrebbero emesse n. 45 nuove azioni (= 50/1,1). Il valore della società post aumento

di capitale sarebbe pari a 180 ed il valore di ciascuna azione post aumento di capitale sarebbe pari a 1,24 (= 180/145), con benefici per i vecchi e nuovi azionisti.

In alcuni casi le particolari condizioni di difficoltà dell'impresa, o di divergenza di opinioni fra vecchi e nuovi soci in merito al valore dell'azienda ante aumento di capitale e post aumento di capitale, possono condurre i vecchi soci ad accettare un prezzo inferiore al prezzo minimo di negoziazione. Ad esempio nel nostro caso assumendo un prezzo per azione dell'aumento di capitale pari a 0,5 (inferiore al prezzo minimo di 0,625) si avrebbe una emissione di nuove azioni pari a 100 (= 50/0,5) ed un valore per azione post aumento di capitale pari a 0,9 (= 180/200).

#### GB:

Le valutazioni *post-money* sono tipiche dei fondi chiusi, che partono dal valore di mercato ottenibile alla chiusura dell'investimento, lo attualizzano al tasso espressivo del loro rendimento atteso e deducono infine l'ammontare dell'apporto finanziario da loro compiuto all'impresa. La quota del capitale richiesta ai vecchi azionisti è calcolata in proporzione. Va notato che il piano industriale è quello reso possibile dall'intervento del fondo. Il tasso obiettivo applicato è inoltre significativamente superiore al costo del capitale.

Per un normale aumento di capitale la metodica va utilizzata con molta prudenza, perché il nuovo conferimento di risorse modifica le prospettive industriali da un lato e il costo del capitale dall'altro. L'idea sarebbe quella di attribuire ai vecchi azionisti il valore netto risultante dopo l'aumento di capitale. Ma naturalmente l'esito dipende anche dal "prezzo" pagato per quell'apporto, cioè dalle condizioni di emissione dei nuovi titoli.

#### FB:

Penso che, nella metodica del reddito, la questione possa essere riformulata in questo senso: a fronte di un aumento di capitale (per cassa e/o in natura), quale è il valore dell'azienda ante aumento di capitale e quale il valore post aumento di capitale, valutando l'impatto dell'aumento su tale differenziale? La risposta, apparentemente semplice (differenziale eguale all'aumento di capitale), in realtà, penso dipenda, anche, dalla situazione aziendale (attuale e prospettica) e dai caratteri dell'operazione di aumento di capitale.

Nel contesto di un'azienda in sviluppo, con buoni risultati (e/o prospettive) di redditività - dove l'aumento di capitale (per cassa e/o in natura) sia funzionale a sostenere/accelerare tale crescita -, la logica di stimare, dapprima, il valore del capitale post (effetti) dell'aumento,

dal quale detrarre il valore dell'aumento di capitale (nominale per la cassa, economico per gli asset netti conferiti) per stimare il valore *pre-money* appare condivisibile. Gli eventuali effetti diluitivi non dovrebbero impattare su tali valori, salvi i riflessi sull'assetto proprietario, che costituiscono, però, a mio parere, un tema diverso. Sarà poi cura dei preesistenti e dei nuovi azionisti apprezzare l'assetto proprietario *post-money*, anche alla luce dei valori in gioco. Se l'azienda è molto attrattiva, è probabile che l'effetto diluitivo sia limitato dall'elevato valore *post-money*, che sconta le potenzialità di sviluppo e redditività dell'azienda (tenuto conto del suo profilo di rischio). Per l'aumento in natura, si tratterà di giudicare l'impatto sul patrimonio di risorse, competenze e relazioni aziendali, sempre a supporto della crescita. In ogni caso, alla luce dei valori *pre* e *post-money*, gli azionisti decideranno sulla convenienza (o meno) a procedere nell'operazione di aumento di capitale, tenuto conto anche dei suoi effetti diluitivi (legati ai valori, ma non influenti su di essi).

Diverso, credo, il caso dell'impresa in crisi (insolvente o meno), ove l'aumento di capitale sia funzionale a salvaguardare la continuità aziendale, contribuendo, tra l'altro, alla fattibilità del (necessario) piano di risanamento o ristrutturazione. In tal caso, penso che si debba procedere a due valutazioni distinte. Da un lato, stimare il valore dell'azienda post-aumento di capitale, fondato sulle prospettive di piano (rielaborate in chiave valutativa, quindi con i vari fattori correttivi, sui flussi e sul tasso, per riflettere i rischi specifici di questa situazione). Dall'altro, stimare il valore del capitale *pre-money*, che potrebbe risultare anche (nettamente) ridotto rispetto al valore *post-money* (di cui sopra) meno il valore nominale dell'aumento di capitale), connesso al fatto che il piano di cui sopra potrebbe non essere fattibile in assenza dell'aumento di capitale. Dovrebbe, quindi, fondarsi su un'altra prospettiva evolutiva del business (anche molto peggiorativa, fino alla liquidazione). Si genererebbe, per tale via, se vogliamo, un premio sul valore (nominale) dell'aumento di capitale, pari al differenziale sopra citato e corrispondente allo sconto sul valore *pre-money*.

A ben vedere la situazione sopra prospettata per l'impresa in crisi potrebbe estendersi anche all'impresa in sviluppo, soprattutto in fase iniziale (start-up o similari), ove il contributo di (nuovo) capitale potrebbe essere decisivo per la sostenibilità del piano e, quindi, il prospettarsi dei risultati attesi su cui si fonda la meto- dica del reddito. Se l'impresa è, però, attrattiva in un mercato dei capitali (molto) attivo per il finanziamento dell'innovazione e dello sviluppo, è probabile che il valore *pre-money* possa essere riconosciuto secondo la pro-

spettiva inizialmente delineata. Osservando i valori (*pre* e *post-money*) di molteplici aumenti di capitale di start-up (anche, oggi, via *crowdfunding*) l'ipotesi pare avverarsi. Qualche ulteriore specificazione nel caso di impresa (non in crisi) ove l'aumento di capitale comporti il cambiamento del controllo. In tal caso, applicando la meto- dica del reddito, se il valore post-aumento tiene conto (anche) di eventuali benefici differenziali legati (solo) al cambio del controllo (miglioramenti gestionali e/o sinergie in caso di aumento in natura), esso rifletterebbe, implicitamente, il premio di controllo attribuito agli azionisti attuali. Per chiarire: se il valore pre-money fosse stimato in 100 e, a fronte di un aumento di capitale di 80, tenuto conto di sinergie e/o miglioramenti gestionali a cura del nuovo attore di controllo, il valore *post-money* fosse stimato in 200, agli azionisti esistenti sarebbe assegnato un valore di 120, con un premio del 20% sul valore ante cessione del controllo. Inutile osservare che, nel concreto, non appare agevole stimare, in via separata, i valori citati (*pre* e *post* aumento di capitale), anche se essi saranno, comunque, oggetto di apprezzamento da parte degli azionisti (esistenti e potenziali) coinvolti nell'operazione.

#### RM:

Limitandosi a rispondere al quesito, si ritiene, in termini generali, che l'effetto diluitivo del capitale non incida sulla misurazione del valore aziendale e, quindi, l'affermazione formulata dalla domanda possa essere accolta. Il maggior valore creato con l'aumento di capitale contempera la diluizione. Di fatto, l'operazione dovrebbe, in termini grezzi, portare ad aver meno di qualcosa che vale di più.

Questo vale, soprattutto, nel caso in cui l'operazione non alteri gli aspetti di *governance* e non incida in modo sostanziale sul futuro aziendale.

Nel caso in cui l'aumento di capitale provochi delle variazioni "aziendali", tuttavia, l'assunzione formulata non può essere ritenuta valida, non tanto per l'effetto diluitivo, quanto per gli effetti derivanti dall'operazione. In questo caso, evidentemente occorrerà considerare, come in tutte le valutazioni, le finalità connesse all'operazione e la configurazione di valore ricercata.

Il caso più emblematico solitamente è riferito all'ingresso di un nuovo socio in una start up. L'ingresso di nuova finanza, in sostanza, può essere funzionale alla buona riuscita del progetto. In questa circostanza, l'ingresso del socio (come per esempio, l'innesto di finanza in una impresa in crisi) può essere esiziale per il *going concern* dell'azienda medesima.

Discorso ancora diverso concerne la valutazione della

partecipazione interessata. In questo caso, l'effetto diluitivo evidentemente può avere significative ripercussioni, considerato che gli equilibri societari possono essere soggetti a mutamenti con l'operazione in oggetto. Ciò significa, negli effetti più eclatanti, che una quota di controllo potrebbe non essere più tale con tutte le conseguenze del caso. I riflessi dal punto di vista valutativo sono, in queste circostanze, piuttosto evidenti.

#### MM:

Questo tema è particolarmente stimolante. Devo osservare che la valutazione *pre-money*, in particolare in caso di situazioni aziendali patologiche, richiede la disponibilità del piano industriale sottostante l'operazione di aumento del capitale (operazione che rende appunto possibile la realizzazione del piano).

Realizzata la valutazione assumendo la base informativa costituita dal piano, va quindi sottratto dal valore ("*post money*") l'ammontare delle risorse conferite dagli azionisti (nuovi o vecchi che siano).

Il valore (del 100%) del capitale così ottenuto costituisce il valore *pre-money* ricercato. È ovvio che ai fini del calcolo del valore unitario dei titoli andrà sempre considerato l'effetto di diluizione. In altri termini il valore complessivo *pre-money* calcolato come sopra, andrà diviso per il numero complessivo dei titoli esistenti una volta eseguita l'operazione di aumento del capitale.

Va osservato che nel contesto della stima *post-money* possono emergere fenomeni di "distruzione di valore", che si verificano ogni qual volta la redditività del piano supportato dall'operazione di aumento del capitale risulta comunque inferiore al costo-opportunità del capitale. Tale fenomeno ha assunto rilevanti proporzioni nel caso di aumenti di capitale realizzati da istituti bancari in condizioni di crisi. In tali circostanze i valori diluiti *pre-money* possono risultare particolarmente bassi.

#### GP:

L'apporto di nuovo capitale non dovrebbe, almeno in linea generale, produrre effetti sul valore d'impresa. Il nuovo capitale dovrebbe semplicemente comportare una riorganizzazione della compagine azionaria e diluire la quota spettante agli azionisti originari (*pre-money*). In tale contesto, per valutare la società in una prospettiva *pre-money* può essere sufficiente sottrarre, al valore *post-money*, l'afflusso di nuovo capitale.

Nel processo di valutazione dovrebbe esserci piena relazione tra il valore *pre-money* e il valore *post-money*, con il primo uguale al secondo al netto del nuovo capitale conferito. Questo ragionamento vale per aziende quotate o in fase di quotazione dove la struttura aziendale è con-

solidata e non è prevedibile (o è marginale) un miglioramento della gestione societaria per effetto del nuovo afflusso di capitale.

Un diverso approccio è richiesto per le start-up, con elevata incertezza dei flussi di cassa, con alte potenzialità di sviluppo e con un alto rischio di fallimento. In tal caso è verosimile che l'afflusso di nuovi capitali comporti una importante alterazione delle caratteristiche stesse della società e una differente valutazione per la prospettiva *post-money*. È infatti possibile che l'azienda subisca una carenza di capitale in assenza di tale apporto di fondi esterni con una conseguente compromissione degli investimenti realizzabili e quindi dei flussi di cassa futuri. Un altro esempio, collegato al precedente, riguarda la probabilità di fallimento: l'afflusso di nuovo capitale comporta la possibilità di nuovi investimenti, che consentono di generare flussi di cassa e che rendono l'azienda generalmente meno rischiosa, con una conseguente riduzione del tasso di sconto da utilizzare per ottenere il valore d'impresa corrente, il quale, già solo per l'effetto prodotto dal nuovo tasso di sconto, sarà conseguentemente superiore.

In questo scenario valutare la società in una prospettiva *post-money* e ricavare il valore *pre-money* da quest'ultimo, può comportare una generale sottostima degli effetti prodotti dall'aumento di capitale e quindi della quota correttamente spettante al nuovo investitore (con conseguente sottostima dell'effetto diluitivo per gli azionisti originari). Se il nuovo investitore è cosciente del potenziale incremento di valore prodotto dall'afflusso di capitale e vanta una sufficiente forza negoziale, la sottostima dell'effetto diluitivo può essere risolta in sede di sottoscrizione dell'aumento. Per avere una possibile stima dell'entità di tale incremento di valore, l'investitore può effettuare il seguente esercizio:

- a. valutare l'azienda in una prospettiva *pre-money*, senza quindi l'afflusso di nuovi capitali e in una prospettiva *post-money*, con nuovi investimenti e nuovi flussi di cassa. Ciascuna valutazione deve essere condotta in forma indipendente considerando i possibili flussi di cassa ottenuti dall'azienda per ciascuno scenario. Nel caso di impiego di un multiplo di mercato (per esempio, EV/Ricavi) per ottenere il valore aziendale, una ulteriore considerazione può riguardare se l'azienda, con nuovo capitale e maggiori possibilità d'investimento, debba scontare un multiplo di mercato superiore rispetto alla stessa azienda ma in uno scenario privo di nuovi capitali;
- b. sottrarre al valore *post-money* il valore *pre-money*,

così da ottenere l'entità effettiva dell'incremento di valore prodotto dall'apporto di nuovo capitale (DEV). Questo sarà composto da un mix di nuovo capitale conferito, più elevati flussi di cassa e un minore tasso di sconto.

## 9. Metodica di mercato: nell'uso dei multipli di società quotate comparabili, quando è corretto far uso di medie o mediane e quando invece non è corretto?

### MB:

Nella mia esperienza è sempre più raro il caso in cui nell'applicazione dei multipli di società quotate comparabili si possa far riferimento a medie o a mediane. La ragione va ricercata nel fatto che i multipli relativi ad imprese comparabili presentano normalmente un'elevata dispersione. La divaricazione fra multipli è la conseguenza dell'adozione da parte delle imprese di modelli di business molto diversi fra loro. Non esiste più l'impresa "medio-rappresentativa" di settore, perché le imprese competono differenziandosi quanto a modelli di business.

Quando i multipli sono dispersi l'esperto è costretto a far uso di tecniche diverse rispetto al semplice calcolo della media o della mediana. L'esperto deve infatti chiedersi quali siano le determinanti (le variabili esplicative) delle differenze fra i multipli applicati alle società quotate comparabili. Cogliere le determinanti permette di comprendere il c.d. paradigma valutativo di mercato finanziario e di qui ricostruire il multiplo che il mercato finanziario applicherebbe alla specifica impresa oggetto di valutazione. Le determinanti sono in genere ricavate attraverso un'analisi di regressione dove il multiplo di cui si vuole spiegare la dispersione rappresenta la variabile dipendente ed alcuni indici di bilancio (di redditività, di rotazione, di dimensione, ecc.) rappresentano le variabili indipendenti (esplicative). Anche questa tecnica non è tuttavia immune da limiti ed occorre pertanto seguire un processo disciplinato.

Innanzitutto occorre concentrare l'analisi sui multipli meno dispersi. Dunque l'esperto deve calcolare il coefficiente di variazione (deviazione standard/media) di ciascun multiplo e scegliere il multiplo meno disperso. Secondariamente è necessario scomporre il multiplo prescelto nelle sue determinanti di natura fondamentale sulla base dei cc.dd. *warranted multiples*. Questi ultimi al contrario dei multipli di società comparabili non sono calcolati sulla base della capitalizzazione di borsa (o dell'*enterprise value*) della società, ma sono invece ricavati dalla relazione di natura fondamentale che dovrebbe le-

gare la capitalizzazione di borsa o l'*enterprise value* della società ad alcune variabili esplicative di natura fondamentale se il mercato finanziario fosse efficiente in senso fondamentale.

In terzo luogo occorre impostare la regressione facendo uso della/e variabile/i esplicative/e individuate allo step precedente. La regressione richiede tuttavia un numero sufficiente di osservazioni e questo obbliga spesso a far uso di società quotate anche non strettamente comparabili alla società oggetto di valutazione, ma che gli investitori (nella logica di composizione di portafoglio) possono comunque considerare dei buoni sostituti delle società più strettamente comparabili a quella da valutare. Ciò comporta in molti casi estendere le geografie di riferimento. La regressione deve naturalmente restituire coefficienti delle variabili statisticamente significativi e un buon  $R^2$ .

Infine sulla base dei coefficienti della regressione e dei valori assunti dalla variabile esplicative nella specifica impresa oggetto di valutazione è possibile ricavare il multiplo più appropriato. È interessante notare che il multiplo potrebbe posizionarsi anche al di fuori del range dei multipli delle società comparabili. Ciò accade quando l'impresa oggetto di valutazione presenta valori delle variabili esplicative significativamente diversi da quelli assunti dalle società quotate comparabili.

### GB:

Il posizionamento dell'impresa da valutare rispetto al campione di società confrontabili è sempre un momento delicato, che richiede un'attenta riflessione. Collocare la scelta nella posizione centrale della distribuzione osservata dei multipli equivale ad ipotizzare condizioni medie, con riferimento alle diverse variabili che influenzano i moltiplicatori. In presenza di condizioni migliorative o peggiorative, il posizionamento può essere compiuto ad esempio presso il terzo, oppure il primo quartile.

Se esiste un chiaro driver di valore rispetto al livello osservato del moltiplicatore, è generalmente preferibile effettuare il posizionamento, rispetto ai dati del campione, utilizzando una regressione ("*Value Map*").

### FB:

I multipli di mercato sono, nella pratica, i metodi maggiormente utilizzati per valutare le aziende, soprattutto nell'ambito delle operazioni di M&A (IPO incluse). Personalmente preferisco sempre pensare ai multipli come *proxy* di un potenziale prezzo di mercato, utilizzando, in ogni caso, il DCF come verifica di "tenuta" di tali prezzi (e multipli) in base ai fondamentali dell'azienda. D'altro canto, qualora si utilizzi come metodo

base il DCF, i risultati che ne derivano devono essere confrontati anche con prezzi potenziali di mercato stimabili via applicazione dei multipli. Come tutti i metodi di valutazione, al di là delle premesse teoriche, sono poi essenziali i passi operativi. Per i multipli questi attongono a diversi elementi, soffermiamoci su: la scelta delle società quotate comparabili, la selezione dei multipli specifici, il loro trattamento. Sul primo punto, posto che la comparabilità in termini assoluti non è mai verificata (ogni impresa, dopo tutto, è diversa da un'altra lungo molteplici dimensioni), si può procedere secondo diverse impostazioni, sintetizzabili in due estremi: a) selezionare un campione vasto, inclusivo di imprese anche solo limitatamente comparabili; b) restringere il campo a poche (a volte anche a un'unica) imprese che risultino le più simili a quella oggetto di valutazione. In entrambi i casi, poi, si va a selezionare il multiplo o (meglio) i multipli di riferimento (tra cui: EV/Sales; EV/EBITDA, EV/EBITA sempre più importante anche alla luce dei recenti interventi sul trattamento del leasing operativo ex IFRS 16, P/E) e si elaborano questi dati nell'ambito del campione individuato (ampio o ristretto).

In primis, si potrà operare con medie e mediane, alla ricerca, cioè, di un valore di sintesi da applicare poi all'azienda oggetto di valutazione. In merito a quale grandezza statistica privilegiare, nell'impostazione sub a), la mediana potrebbe essere la scelta più appropriata in presenza di casi estremi (*outliers*) dei quali si voglia limitare l'impatto (possibile anche ricorrendo a medie aggiustate). In quella sub b), se le (poche) imprese selezionate sono tutte rilevanti e non presentano andamenti "anomali" (legati a contingenze interne o esterne) la media dovrebbe essere privilegiata.

In alternativa (o a complemento), si potrà ricorrere alla analisi di regressione (su un campione esteso) e/o alla mappatura delle società comparabili (o analisi similari), per ricercare eventuali relazioni tra i fondamentali delle aziende (non solo espressi nei risultati consuntivi o attesi a breve, ma anche nella strategia e modello di business influenti i risultati attesi nel medio-lungo) e i multipli che esse esprimono sul mercato. Per tale via, si collega la metodica di mercato a quella del reddito, nel senso che si approfondiscono le dinamiche di redditività, sviluppo e rischio che incidono sui prezzi, nel loro rapporto con i risultati a breve (sui quali sono calcolati i multipli). Questo approccio è tanto più rilevante, rispetto al semplice utilizzo di medie e mediane, quanto più dinamico sia il contesto esterno (competitivo, tecnologico, sociale e ambientale) di riferimento e specifica la natura degli asset e delle strategie (e modelli di business) aziendali.

In quest'ambito (oggi comune a molteplici settori, anche quelli un tempo considerati maturi e stabili), i multipli sono in genere (molto) differenziati tra imprese, con la conseguente limitata significatività di multipli medi, a favore di una più articolata analisi che colleghi multipli alla strategia aziendale, al modello di business e ai risultati attesi in prospettiva (anche) di medio-lungo periodo.

#### **RM:**

Personalmente ritengo che non esista una scelta migliore in via assoluta.

In condizioni ideali, le risultanze derivanti dall'analisi di medie e mediane dovrebbero di fatto essere assai simili. In generale, l'utilizzo della mediana, quale valore che rappresenti il valore centrale nella successione di dati ordinati dei comparabili, potrebbe sembrare normalmente il valore maggiormente rappresentativo, poiché capace di eliminare le distorsioni derivanti dai risultati estremi. Ciò detto, paradossalmente l'utilizzo della mediana potrebbe portare, proprio nel caso di valori estremamente polarizzati ad avere risultati significativamente difformi a seconda del fatto che il valore mediano sia "attratto" dai valori positivi o da quelli negativi. Nel caso indicato (forte polarizzazione), potrebbe essere, per esempio, logico adottare i valori medi.

Detto questo, risulta quanto mai evidente che il problema non consiste nella scelta del valore medio o mediano, quanto nello studio preliminare dei comparabili. La presenza stessa di valori significativamente difformi dovrebbe far svolgere ulteriori considerazioni ed approfondimenti sul tema.

Se, in effetti, accade che i valori appaiono difformi, l'analisi potrebbe essere ristretta ai casi ritenuti più appropriati. Occorrerebbe, di fatto, esaminare anche le strategie di business dell'azienda coinvolte per verificare se il profilo delle aziende considerate sia effettivamente comparabile, nonché la presenza di eventuali *surplus assets*.

In questo quadro d'insieme, ribadito che il problema sembra consistere, in sintesi, nell'identificazione di comparabili appropriati e la scelta dovrebbe essere riferita all'analisi del campione accuratamente scelto, dovrebbero essere considerati, contestualmente, sia i valori mediani che le medie, al fine di avere un sistema di ulteriore controllo per l'analisi del campione. In considerazione dei casi, poi, esaminati, spetta al valutatore individuare il riferimento che maggiormente risulta in grado di fornire una valutazione appropriata del valore.

#### **MM:**

Il vero problema dell'uso dei multipli di borsa come metodica di valutazione consiste nella selezione delle

*comparable companies*.

La comparabilità andrebbe apprezzata in primo luogo in termini di modello di business dell'attività *core* e della eventuale presenza di altri business.

Personalmente ho molti dubbi sui processi di selezione centrati solo su indicatori di performance o di posizionamento (ad esempio comparare Ferrari ad Hermes e via dicendo).

Se la selezione delle *comparable companies* fornisce risultati soddisfacenti, l'uso di media o mediana dei multipli costituisce il procedimento più diffuso, che trova la propria giustificazione nel calcolo di un multiplo "normalizzato", che riflette la varietà di performance dei *comparable/competitors* e la varietà delle caratteristiche dei mercati di riferimento (competizione, *country risk*, crescita attesa).

Quando il numero di *comparable companies* ("vere" *comparable*) lo giustifica, possono essere realizzate analisi di regressione, ponendo quale variabile dipendente il valore del multiplo considerato e come variabile indipendente un indicatore di performance.

Occorre considerare che quando l'indicatore di performance è un indice di crescita (storica o di consenso), l'analisi non può prescindere dalla misura degli investimenti effettuati o programmati.

Infatti l'apprezzamento del mercato (e quindi il valore del multiplo) dipende non solo da quanto si cresce ma anche da quanto si investe per rendere la crescita sostenibile.

#### GP:

Nella procedura di valutazione del valore d'azienda attraverso l'utilizzo di multipli di mercato di società quotate comparabili è opportuno considerare l'estensione del campione di società considerato, l'omogeneità delle principali caratteristiche aziendali d'interesse per le società del campione e l'aderenza delle stesse caratteristiche d'interesse del campione con la società oggetto di valutazione, così da garantire una completa comparabilità tra il campione ('X') e la nostra società ('A').

Per la costruzione del campione non è sufficiente selezionare società appartenenti al medesimo settore di A, in quanto queste potrebbero avere profili di redditività, crescita e rischio sensibilmente differenti da A, compromettendo così l'efficacia dell'esercizio di comparazione. D'altro canto un campione di società estremamente ristretto rispetto alla dimensione del settore, può forse garantire una maggiore aderenza dei multipli con la società A ma deteriora la rappresentatività statistica dei valori ottenuti, i quali, per un campione di comparazione particolarmente ristretto, sono meno stabili al variare

dei multipli registrati per le singole società di X e a seguito dell'inclusione/esclusione marginale di una nuova società in X.

Occorre quindi soppesare attentamente le implicazioni generate da questo *trade-off* e verificare se le caratteristiche reddituali medie/mediane del campione rispecchiano quelle di A. In presenza di una adeguata aderenza tra queste abbiamo la condizione ottimale per l'utilizzo del multiplo medio/mediano per stimare il valore di A. Viceversa, in presenza di una sensibile diversità tra le caratteristiche del campione X e quelle della società A, può essere opportuno considerare una statistica ordinale differente da quella media/mediana. Se, ad esempio, la società A presenta caratteristiche reddituali a premio (sconto) rispetto al campione X, il valutatore potrebbe ritenere preferibile considerare quale riferimento per la stima del valore di A il settantacinquesimo (venticinquesimo) percentile della distribuzione dei multipli delle società appartenenti a X. In tale circostanza è preservata la rappresentatività statistica del campione e, al tempo stesso, è tutelata la differente natura di A rispetto ai valori medi/mediani del campione X.

### 10. Metodica di mercato: premi di controllo e sconti di minoranza: quando vanno applicati e come debbono essere stimati?

#### MB:

I premi di controllo e gli sconti di minoranza esprimono economicamente la stessa quantità, tuttavia differiscono per via del fatto che i premi di controllo si applicano al valore dell'impresa senza benefici del controllo mentre gli sconti di minoranza si applicano al valore dell'impresa comprensiva dei benefici del controllo. Per comprendere la differenza, assunto un premio per il controllo pari al 30% ed un valore dell'impresa senza benefici per il controllo pari a 100, il valore dell'impresa con benefici per il controllo sarà pari a 130. Volendo ora calcolare il valore dell'impresa senza benefici del controllo, muovendo dal valore di 130 bisogna applicare uno sconto di minoranza che non può essere eguale al premio di controllo, ma deve necessariamente essere inferiore. Infatti nello specifico caso lo sconto di minoranza è pari al 23% ( $100 = 130 \times (1 - 23\%)$ ). La relazione fra sconto di minoranza e premio di controllo è la seguente:  $\text{sconto di minoranza} = 1 - 1/(1 + \text{premio di controllo})$ .

I *data provider* disponibili calcolano i premi di controllo relativamente a società quotate che hanno visto modificare il proprio controllo. Normalmente il premio per

il controllo è calcolato sulla base del prezzo per azione riconosciuto nel pacchetto di controllo (o nel prezzo OPA) e della quotazione di borsa *ante rumours*. Questo calcolo può essere distorto quando la società oggetto di acquisizione costituisce un bene unico per l'acquirente. In questi casi, in cui il maggior potere contrattuale è in capo al venditore, il premio per il controllo dovrebbe essere calcolato sulla base della differenza fra il prezzo per azione del pacchetto di controllo e la quotazione del titolo dopo l'annuncio dell'acquisizione, in quanto la quotazione post annuncio considera i benefici della ottimizzazione della gestione che il nuovo socio di controllo ha dovuto riconoscere all'acquirente.

Inoltre i *data provider* calcolano i premi di controllo senza considerare la percentuale di titoli acquistata per acquisire il controllo. Poiché i benefici del controllo sono in larga parte benefici indivisibili (privati) accade che minore è la quantità di azioni necessaria al trasferimento del controllo maggiore è il prezzo per azione. Per rendere omogenei i premi di controllo bisogna dunque riferirli al 100% dell'*equity* semplicemente moltiplicando il premio per la quota di *equity* che ha comportato il trasferimento del controllo. Così ad esempio se il pacchetto di controllo acquistato è pari al 60% ed il premio di controllo calcolato dal *data provider* è pari al 40%, il premio per il controllo riferito al 100% è pari al 24%.

Occorre poi cautela nel calcolo dei premi di controllo riferiti a società con strutture finanziarie molto diverse fra loro. La principale determinante dei premi di controllo è rappresentata dalle ottimizzazioni gestionali e dalle sinergie realizzabili dall'acquirente. In massima misura le ottimizzazioni e le sinergie sono di natura operativa e quindi riguardano i possibili incrementi di *enterprise value* dell'azienda. Ora se i benefici attesi e riconosciuti nel prezzo di acquisto del pacchetto di controllo fossero pari a 15 (ottenuti come valore attuale dei benefici futuri attesi) e l'*enterprise value* dell'azienda (ante benefici) fosse pari a 100, il premio per il controllo calcolato sull'*equity* sarebbe molto diverso in relazione al grado di *leverage* dell'azienda. Se l'azienda fosse finanziata al 50% con debito ed al 50% con *equity*, il valore dell'*equity* sarebbe pari a 50 ed il premio di controllo sarebbe pari al 30% (= 15/50), se invece fosse finanziata al 100% con *equity* il premio di controllo scenderebbe al 15% (= 15/100) e se, infine, fosse finanziata con debito al 75% e con *equity* per il restante 25% il premio di controllo sarebbe pari al 60% (= 15/25).

Queste considerazioni già da sole fanno comprendere le difficoltà di una corretta misurazione dei premi di controllo. A queste difficoltà si aggiungono poi le difficoltà del loro uso.

I premi di controllo ricavabili dai *data provider* anche quando aggiustati per considerare gli elementi in precedenza descritti includono due componenti:

- a) i premi di acquisizione, ovvero i benefici in termini di maggiori flussi di risultato che l'acquirente ha riconosciuto nel prezzo di acquisto;
- b) il c.d. premio puro di controllo, ovvero il vantaggio di poter disporre la destinazione d'uso delle attività aziendali e la struttura finanziaria delle passività aziendali. Si tratta sotto il profilo logico di opzioni di flessibilità che hanno tanto maggior valore quanto maggiore è la volatilità dell'attività sottostante (rappresentata dall'*enterprise value* al netto dei benefici del controllo).

Poiché la prima componente (premio di acquisizione) è di gran lunga la più importante ed è strettamente *entity specific*, legata cioè alla specifica situazione dell'impresa *target* nello specifico *deal* considerati gli specifici contraenti, la sua estendibilità anche al pacchetto di controllo dell'impresa oggetto di valutazione è un esercizio sconsigliato. In linea di principio il premio di acquisizione sarebbe applicabile senza problemi solo quando fosse per intero spiegato dalle sinergie universali che qualunque acquirente della medesima categoria (*strategic buyer* o *financial buyer*) di quello coinvolto nello specifico *deal*, potrebbe riconoscere alle società dello stesso settore. Circostanza sempre più rara nella pratica per la stessa ragione per cui i multipli di società di transazioni comparabili hanno accresciuto nel tempo la loro dispersione.

Occorre dunque molta cautela nell'uso di premi di controllo o di sconti di minoranza nella valutazione di pacchetti azionari. La strada preferibile consiste, a mio avviso, nell'usare i premi di controllo dei *data provider* solo come *sanity check* di stime di natura fondamentale. Si tratta di stimare in via analitica quali siano i benefici che, in concreto, un potenziale partecipante al mercato (*strategic buyer* o *financial buyer*) potrebbe ricavare dalla specifica impresa di cui si voglia stimare il valore di mercato del pacchetto di controllo e confrontare poi il valore di questi benefici differenziali con quelli impliciti nei premi di controllo ricavati dal *data provider*, dopo averli opportunamente aggiustati (ovvero riespressi sul 100% dell'*equity* o, in presenza di strutture finanziarie non omogenee, sul 100% dell'*enterprise value*).

#### GB:

L'applicazione di premi e sconti dipende dall'oggetto della valutazione e dal mandato ricevuto. I pacchetti azionari di diversa consistenza hanno un valore diverso,

a seconda delle facoltà che consentono o delle limitazioni che comportano, come pure della diversa consistenza dei rischi ai quali espongono.

La manovra dei premi e degli sconti è sempre molto delicata. I criteri di regolazione sono essenzialmente di natura empirica e dipendono dunque dalla bontà della base informativa disponibile.

#### FB:

Nella stima del valore di mercato di un pacchetto di azioni non si può prescindere dall'approfondirne il loro impatto sui diritti di controllo dell'impresa. Questi assumono, al minimo, due articolazioni: 1) diritti di governance (potere di nomina degli amministratori in primis e, quindi, di intervento - diretto e indiretto - sulla gestione aziendale) e 2) diritti di cessione e, più in generale, di cambiamento dell'assetto di controllo della società. Dato il valore complessivo del capitale (derivato in base ai risultati attesi e/o ai multipli applicabili al complesso aziendale), si tratta di analizzare se e come stimare il valore di un pacchetto azionario (e della singola azione ad esso riferibile) in via differenziata rispetto alla mera proporzionalità rispetto al valore totale del capitale. Partendo da un pacchetto di controllo, se la valutazione sconta appieno il potenziale dell'azienda *stand alone*, non dovremmo scorgere alcun differenziale ("premio") per i diritti di governance (che si riflettono sui risultati attesi), mentre si apre la possibilità di un premio per il diritto di cessione del controllo. Questo, però, accogliendo il pensiero di molti, non credo possa rappresentare una qualità ex-ante di tale pacchetto: in altri termini, non ritengo corretto affermare che a un pacchetto di controllo competa sempre, per definizione, un premio, come sovente si sostiene (o si immagina). Si tratta, da un punto di vista razionale, di approfondire se, nel caso specifico, si scorgano nel mercato del controllo soggetti (strategici e/o finanziari) che possano corrispondere tale premio, alla luce di vantaggi differenziali che essi possano ottenere agendo sul profilo di sviluppo, redditività e rischio dell'impresa. È molto probabile che imprese eccellenti, dotate di risorse e competenze distintive, destinate a permanere nel tempo (se ben gestite), possano manifestare tale prospettiva, che si riflette in un premio di controllo. Questo implica, da un certo punto di vista, un giudizio non del tutto positivo sulla gestione (e proprietà) attuale, posto che si assume che altri possano fare meglio. D'altro canto, sono presenti nel mercato numerose imprese a proprietà contendibile, per le quali non si manifestano offerte di acquisizione. Per queste il premio di controllo (almeno, per ora) sembra non sussistere, il che potrebbe anche essere legato al fatto che l'impresa

sia bene ("ottimamente") gestita e non si scorgono spazi per incrementi di valore rispetto ai fondamentali che essa già esprime (riflessi nei prezzi). Se, invece, si osservano i prezzi di pacchetti di controllo scambiati sul mercato, si rilevano (in media) premi significativi (con varie specificazioni) che, da un lato, si rendono sovente necessari per indurre gli azionisti a cedere le azioni a una nuova proprietà, ma, dall'altro, dovrebbero essere "razionalmente" espressione dei miglioramenti gestionali (sinergie incluse, ma non solo) che il nuovo attore di controllo prevede di realizzare. In sintesi, nell'apprezzare un pacchetto di controllo, in un'impresa quotata o meno, partendo dal valore stand alone, si tratterà, da un lato, di analizzare operazioni comparabili sul mercato (per rilevare l'entità del premio che il mercato si attende), dall'altro, di approfondire, sotto il profilo dei fondamentali (risultati attesi a mani dei nuovi attori di controllo), la sussistenza o meno di una base "razionale" per tale premio (e la sua collocazione entro un intervallo di misure che emerge tipicamente dalle analisi di mercato).

Su un piano diverso si pone il tema dei "benefici privati" legati al controllo, che, secondo alcuni, sarebbero alla base del premio di controllo "puro" (distinto, allora, dal premio di acquisizione a cui si riferiscono le considerazioni precedenti). Il punto non mi ha mai del tutto convinto, anche se non si può escludere che esso sia riflesso nei prezzi di mercato del controllo (con notevoli problemi di misurazioni). Per due ragioni. Da un lato, l'identificazione e la quantificazione del sottostante dei benefici privati (cioè accessibili solo all'acquirente e non estendibili all'impresa e agli azionisti di minoranza) è quantomeno problematico (anche e soprattutto per i profili di comportamento illecito che potrebbero configurarsi). Dall'altro, ritengo che una valutazione "razionale" non dovrebbe comprendere, in generale, tali elementi, a meno di situazioni specifiche, ove tali benefici "privati" siano chiaramente identificabili e sostenibili sotto il profilo della liceità (perché, ad esempio, condivisi negli accordi tra azionisti o similari).

Passando allo sconto di minoranza, questo è più problematico da concettualizzare e misurare, in quanto riferibile a diverse fattispecie. Tema di fondo l'esigenza di prendere spunto da un (chiaro) valore di riferimento, specificandone la natura. Partendo dall'alto (cioè dal valore potenzialmente più elevato del capitale a una certa data), se la base di riferimento è un valore inclusivo del premio di controllo (CP), la stima del valore di un pacchetto di minoranza dovrebbe escludere tale premio (cioè, applicare a quel valore uno sconto, pari a:  $1 - 1/(1 + CP)$ ). Questo calcolo è (relativamente) agevole se il valore di controllo è stimato in base ai multipli (di transazioni comparabili)

di società quotate (per la quali sono, quindi, rilevabili i prezzi ante deal, peraltro con qualche difficoltà legata alla individuazione del momento in cui il mercato abbia cominciato a scontare nei prezzi il deal potenziale e il relativo premio). Se il valore di controllo è calcolato in base al DCF, la stima è più problematica e potrebbe passare per l'individuazione del multiplo implicito, da confrontare con i multipli di mercato, per qualificare se e in che misura il valore in DCF sconti i miglioramenti gestionali ottenibili da un nuovo soggetto di controllo. Se questi sono enucleati in via specifica (come sarebbe auspicabile), il premio di controllo può essere stimato di conseguenza (come differenza tra i valori fondati sui risultati attesi in prospettiva di cambio di controllo e *stand alone*).

Lo scenario è più complicato se la riflessione su (e la stima di) un pacchetto di minoranza non muove da un valore di controllo, ma da un valore *stand alone* (cioè ad assetto di controllo attuale). In questa situazione, mi pare utile elaborare il tema distinguendo tra società quotate e private. Per le prime, non dovrebbe aprirsi un tema di sconto di minoranza (sul valore *stand alone*), posto che i diritti sui risultati futuri dovrebbero essere tutelati per tutti gli azionisti di una tale società. Potrebbe essere, invece, applicato uno sconto di liquidità per pacchetti di minoranza significativi, che dovessero essere ceduti ai blocchi, in tempi rapidi.

Nelle società non quotate, invece, a partire dal valore *stand alone*, emerge un possibile (ulteriore) sconto che alcuni (Mercer in primis) qualificano come sconto per carenza di commerciabilità (*marketability discount*) relativo a quote di minoranza, il cui confine con lo sconto di minoranza (in senso stretto) non è facilmente qualificabile. Alla base di tale sconto, che riduce il valore *stand alone* per gli azionisti di minoranza, diversi elementi, tra cui la (possibile) penalizzazione sull'accesso ai risultati futuri attesi (dividendi), nonché il maggior rischio legato a (potenziali) comportamenti inefficienti del management espressione del socio di controllo (in tema di politiche di investimento, finanziamento, alleanze ed M&A). Per l'azionista di minoranza, il valore *stand alone* di riferimento potrebbe, quindi, non essere (pienamente) accessibile e/o potrebbe disperdersi (con un conseguente maggior profilo di rischio sui flussi di cassa previsti), con conseguente riduzione del valore della sua quota. Tradurre poi queste qualità in misure di sconto non è per nulla agevole, come ben noto (in genere si parte da intervalli derivati dalla letteratura empirica e si valuta, in base a diversi elementi, dove possa collocarsi lo sconto per la quota oggetto di stima). Ovviamente, eventuali pattuizioni statutarie e/o accordi parasociali a tutela dei diritti delle minoranze limiterebbero il peso dello sconto di minoranza, in tutte le dimensioni sopra citate.

#### RM:

Premi di controllo e sconti di minoranza richiedono, a parere di chi scrive, un'analisi attenta nelle transazioni partecipative in special modo quando la configurazione di valore vuole essere il *market value* o il "valore negoziale equitativo" (nella terminologia dei PIV).

Non credo ci siano dubbi che per un soggetto esterno che partecipa al mercato, razionale e debitamente informato, il fatto di poter esercitare le scelte politiche e gestionale dell'azienda, anziché dover subire le scelte altrui possono provocare variazioni di "prezzo" nella fase delle transazioni.

Diverse sono, tuttavia, le considerazioni che devono essere svolte in merito alle configurazioni ricercate e al premio per la maggioranza o allo sconto di minoranza. Il calcolo del valore intrinseco di un'azienda, determinando l'essenza fondamentale della struttura, non dovrebbe essere interessato da queste considerazioni. Tale valore, infatti, potrebbe essere la base di riferimento per riconciliare tale valore con l'eventuale valore che si vuole determinare.

Resto, infatti, dell'idea che sconti e premi possano ragionevolmente approssimare nella gran parte dei casi il passaggio da una configurazione di valore ad un'altra. La ricerca delle variazioni di valore che possono ad esempio portare da una configurazione di valore ad un'altra, ivi inclusi premi di controllo e sconti di minoranza, sono -ritengo- tecniche di variazione generalmente accettate. Il premio per la quota di controllo dovrebbe essere in genere considerata quando, perciò, si intende stimare il valore di mercato di una quota partecipativa. Non è detto, tuttavia, che il premio sia obbligatorio. Altrimenti, non si spiegherebbe il motivo per cui la cessione di un'azienda in crisi possa avvenire anche a valori inferiori rispetto al capitale netto rettificato. È opportuno evidentemente considerare le prospettive che tale controllo può offrire in termini redditizi ed evolutivi. Laddove sia rinvenuta la possibilità di realizzare profitti e incrementare la redditività (per mezzo di sinergie semplici e/o speciali) la quota di controllo risente di un (quasi) inevitabile premio di maggioranza.

Lo sconto di minoranza, in realtà, non è presente nelle società quotate, in cui il riferimento in termini valutativi è il mercato. Diverso è il caso dello sconto di illiquidità presente nei mercati non attivi. In tal caso, l'incidenza sulla valutazione è data dalla non collocabilità della quota nel mercato.

La domanda conseguente relativa alle modalità con cui determinare premi e sconti trova difficilmente risposta. La pratica diffusa nella prassi di riferirsi alle condizioni praticate su operazioni simili in un arco temporale di

riferimento ritenuto congruo appare la soluzione migliore. Non appaiono desumibili regole di carattere generale o formule altrimenti applicabili, senza aver cognizione delle situazioni osservabili sul mercato.

#### MM:

Il tema dei “premi” e degli “sconti” solo negli ultimi dieci anni ha trovato una formalizzazione condivisa tra ricercatori ed operatori. Cerco di inquadrare il problema per punti successivi.

Per quanto riguarda i “premi”:

- si è chiarita la distinzione tra premio di acquisizione e premio di controllo. Il primo misura le sinergie attese in caso di trasferimento del controllo, che possono riguardare l'uso in comune di risorse della società acquirente e di quella target e gli interventi volti a ottimizzare l'uso delle risorse, e, in generale, a ottimizzare la gestione. Il secondo (“premio di controllo”) misura invece i cosiddetti “*private benefits of control*”, vale a dire i benefici riferibili all'uso delle risorse della target che danno luogo a “flussi indivisibili”, ossia a favore dei soli soggetti che esercitano il controllo;
- si è chiarito che la dimensione dei premi di acquisizione cambia, in una specifica area di business, in funzione della natura e delle caratteristiche dell'acquirente. Si è anche osservato che i premi assumono diverse dimensioni in relazione al settore e non sono particolarmente stabili nel tempo;
- si è chiarito che i premi “puri” di controllo dipendono dal livello della democrazia societaria nei differenti paesi e si collocano, nei paesi più evoluti sotto questo profilo, tra lo 0.5% e il 2% del valore delle target companies;
- si è preso atto che i benefici “non monetari” del controllo (di status e via dicendo) esistono ma non sono di fatto misurabili in termini di differenziale di valore.

Per quanto riguarda invece gli “sconti”:

- si è preso atto che gli sconti di minoranza sono funzione della dimensione della partecipazione e dei meccanismi di tutela dei soci esclusi dal controllo;
- si è preso atto che lo sconto legato alla difficoltà di liquidare una minoranza (c.d. “sconto di liquidità”) costituisce una categoria logica distinta dallo sconto (“puro”) di minoranza. Di conseguenza gli sconti di liquidità possono essere applicati anche

in presenza di efficienti meccanismi di tutela della minoranza stessa;

- vi è infine ampia condivisione sul fatto che il tema degli sconti rilevi esclusivamente per le società i cui titoli non sono negoziati su mercati regolamentati. Nel caso delle società quotate i cui titoli siano regolarmente negoziati in sufficienti volumi (escludendo quindi i cosiddetti “titoli sottili”) il tema della liquidità tende a perdere di rilievo. Può invece esistere un tema di “sconto puro” di minoranza, che costituisce l'altra faccia della medaglia del premio “puro” di controllo e dovrebbe assumere equivalenti dimensioni.

Ho cercato, nei punti precedenti, di inquadrare i termini essenziali del problema da un punto di vista metodologico.

Non discuto invece, per limiti di spazio, il tema della misurazione dei premi e sconti, trattato in numerosi *paper* scientifici.

Devo però rilevare che la misurazione dei premi e degli sconti è un tema assai complesso, e la letteratura accademica fornisce indicazioni “di massima” che debbono essere utilizzate per scopi valutativi con le appropriate cautele.

#### GP:

L'introduzione del premio di controllo nell'esercizio di valutazione riguarda la possibilità di incidere sulla politica aziendale a seguito dell'acquisizione di una quota di maggioranza. In questo senso, l'acquirente della quota di maggioranza può ritenere opportuno corrispondere un premio sull'effettivo valore dell'azienda acquisita. L'incremento di valore prodotto dalle differenti politiche aziendali condotte a seguito del cambio della compagine degli azionisti di maggioranza è definibile nel “valore del controllo”, il quale dovrà comunque essere soppesato per l'effettiva probabilità di implementare le nuove e migliorative politiche.

In relazione all'incremento di valore prodotto dal cambio di management questo deve essere valutato allo stesso modo di una classica valutazione attraverso il metodo reddituale: la differente compagine azionaria potrà produrre un incremento dei flussi di cassa e/o una riduzione dei tassi di sconto che conseguentemente risulterà in un superiore valore dell'azienda rispetto all'attuale.

In generale una migliore rappresentatività degli azionisti si traduce in una *corporate governance* più forte ed efficiente e questa favorisce il ricambio ai vertici della società (la presenza di investitori di minoranza attivi, la possibilità di acquisizioni ostili e l'assenza di restrizioni per la raccolta

di capitale per condurre tali acquisizioni, la composizione di un Consiglio d'amministrazione eterogeneo per rappresentatività e l'assenza di veti governativi sul cambio di controllo possono essere fattori che aumentano la possibilità di realizzare le nuove politiche aziendali). Sul fronte opposto, la presenza di clausole nello statuto societario per impedire acquisizioni ostili, una disproporzione dei diritti di voto a favore dell'attuale management, una complessa struttura di holding della società e la presenza di importanti azionisti con un ruolo attivo nella gestione della società comportano una riduzione della probabilità di esecuzione del nuovo piano per l'acquirente.

Al fine di stimare la probabilità di cambio del management è opportuno raccogliere i dati storici in riferimento a avvenute operazioni di cambio del management e realizzare una analisi regressiva logit/probit con variabile dipendente rappresentata dalla probabilità di cambio del management (con valore pari a uno per le società in cui è avvenuto il cambio di management e zero altrimenti) e con variabili indipendenti caratteristiche aziendali quali la performance del titolo e l'andamento degli utili aziendali, la struttura del board aziendale, la struttura dell'azionariato e il grado di competitività dell'industria di appartenenza.

# LA VALUTAZIONE DELLE IMPRESE IN CRISI FINANZIARIA

DI FABIO BUTTIGNON

## Premessa

L'articolo affronta il tema della valutazione delle aziende in crisi finanziaria (*distressed firm valuation*), illustrandone le criticità, le prospettive e le metodologie applicabili. In particolare, l'attenzione si focalizza sulle imprese a uno stadio di crisi avanzato, ove la continuità sia messa in discussione e il suo mantenimento o recupero richieda significativi interventi sull'assetto strategico-operativo e sulla struttura finanziaria. In tale contesto, per la stima del valore di continuità del capitale (*going-concern value*), si propone un approccio valutativo fondato sul classico modello dei flussi attualizzati (*discounted cash flow*, DCF), ma trattato in logica probabilistica o simulativa (*scenario approach*). Questo approccio, con una serie di adattamenti qui esposti, appare utile per stimare il valore delle attività, del debito e dell'*equity* (a mani degli attuali o di nuovi potenziali investitori), nelle loro interazioni, particolarmente critiche nelle imprese *distressed*. Esso consente, inoltre, di tenere conto dell'opzione di liquidazione, non solo in fase iniziale, ma anche successivamente all'eventuale avvio di un piano di ristrutturazione in continuità. Per rendere più agevole la trattazione di un tema particolarmente complicato, i concetti chiave e la metodologia adottati sono esposti con il supporto di un'esemplificazione operativa.

## Le imprese in crisi economico-finanziaria: qualificazione e valutazione

Come ampiamente noto e discusso nella letteratura, la crisi aziendale può essere indagata secondo (almeno) due dimensioni, tra loro collegate<sup>1</sup>:

- a) La crisi economica (*economic distress*), qualificata dal declino delle performance reddituali dell'impresa, a seguito di problemi strategici (dinamiche di settore e posizionamento competitivo dell'azienda)

e/o operativi (inefficienze dei processi e del modello di business aziendale), accentuati (o meno) da tematiche organizzative, di governance e proprietarie.

- b) La crisi finanziaria (*financial distress*), caratterizzata da una situazione di eccesso di debito rispetto alle *performance* (reddito e flusso di cassa) attese dalla gestione operativa, in un arco temporale di breve e/o di medio-lungo periodo, con la conseguente situazione di elevata rischiosità (probabilità di insolvenza) del debito in essere e di difficoltà ad accedere a nuovo debito.

Osservando soprattutto la seconda dimensione, questa può presentare diversi livelli di gravità, che implicano, generalmente, differenziati approcci e modalità di intervento. In via del tutto esemplificativa e schematica, potremmo distinguere tra:

- Una condizione di (limitata) criticità ove l'impresa non manifesti problemi di servizio del debito (pagamento di interessi e rimborsi) a breve termine, ma il livello del debito (rispetto alle performance operative o alla capitalizzazione) ecceda i limiti fissati dagli accordi di finanziamento in essere (*covenant breach*). In tal caso, si porrà un tema di rinegoziazione di tali limiti e di interventi operativi e finanziari atti a ridurre il debito e/o incrementare le performance operative (cui si aggiungono eventuali azioni di cessione degli *asset* e/o di ricapitalizzazione).
- Una situazione ove, oltre al tema di cui sopra, si associno problemi nel soddisfare il servizio del debito a breve termine, ma le prospettive a medio-lungo termine siano (ancora) positive. In tal caso, oltre agli interventi operativi e finanziari di cui sopra, si renderà necessario rinegoziare scadenza e struttura del debito.

<sup>1</sup> Sui caratteri, le cause, la dinamica e le vie di superamento delle crisi aziendali, la letteratura è molto vasta e di diversa origine (per una sintesi si rinvia a Altman et al. 2019). Damodaran (2009, table 2), tra gli altri, schematizza il tema del declino economico (classificandolo in "reversibile" e "irreversibile") e del *distress* finanziario ("limi-

tato" o "elevato") in una matrice che consente di qualificare alcune situazioni tipiche, utile ai fini operativi (anche se permane il tema chiave del giudizio in merito alla reversibilità o meno del declino operativo, non facile da valutare e condividere).

- Uno stato nel quale l'impresa non appaia in grado di soddisfare i flussi di cassa richiesti dal debito in essere senza interventi straordinari sull'assetto strategico-operativo e/o finanziario.

È evidente che in questi contesti, il tema della valutazione economica del capitale è rilevante per molteplici decisioni, tra le quali:

- La convenienza alla continuità rispetto alla liquidazione.
- La scelta tra piani alternativi di ristrutturazione (che implicino o meno il cambio di controllo).
- La negoziazione e la condivisione del piano di ristrutturazione tra i diversi attori coinvolti: management, amministratori, azionisti, creditori (per tutti distinguendo tra quelli in essere e i nuovi potenziali).

Le criticità valutative in questi casi sono ben note. Solo per citarne alcune:

- La difficoltà di stimare il valore di continuità delle attività aziendali, ancorato a prospettive strategico-operative future quanto mai incerte.
- Le incertezze che gravano (anche) sulla stima del valore di liquidazione.
- La necessità di articolare il valore per le diverse categorie di creditori e azionisti, tenuto conto del fatto che alcuni di questi (in particolare i fornitori di nuova finanza) possono manifestare un ruolo essenziale per la salvaguardia o il riavvio della continuità.

Queste e altre particolarità delle imprese *distressed* fanno emergere a volte, nella letteratura e nella pratica aziendale, l'esigenza di ricorrere a logiche e strumenti valutativi diversi rispetto a quelli tradizionali<sup>2</sup>. Nella nostra esperienza, di ricerca e operativa, abbiamo maturato la convinzione che non si tratti di introdurre principi e logiche diversi, ma di approfondire quali possano essere gli adattamenti da apportare ai metodi tradizionali per renderne la loro applicazione coerente al contesto valutativo in esame. Per sviluppare il tema, si ripercorrono al seguito i principali metodi applicabili nella valutazione d'azienda e la nostra proposta.

2 Alcuni contributi specifici sulla valutazione dell'azienda in crisi sono quelli di: Gilson et al. (2000), Crystal e Mokal (2006), Damodaran (2009), Bini (2019a).

3 Si pensi a imprese giovani (*start up*) dove i costi di acquisto e avvio delle attività possano essere ricostruibili e possano approssimare il valore che

## Il valore del capitale nelle imprese in crisi: le metodologie applicabili

Nelle imprese in crisi, così come in tutte le altre situazioni, il valore del capitale può assumere diverse configurazioni, a partire dalla distinzione tra valore di continuità (*going-concern value*) e valore di liquidazione (*liquidation value*). Quest'ultimo emerge con particolare rilevanza in presenza di risultati reddituali in declino e negativi persistenti nel tempo, ove la convenienza alla continuità potrebbe essere messa in discussione.

Concentrando l'attenzione sul valore di continuità (il tema del valore di liquidazione è poi successivamente ripreso), prendendo spunto dai metodi basati sul costo (*cost approach*), è ben noto come essi siano, in generale, limitatamente applicabili alle valutazioni d'azienda per una serie di criticità teoriche e pratiche. Nelle imprese *distressed* la logica sottostante tali metodi (stimare il valore di riacquisto o ricostruzione degli *asset* aziendali) potrebbe avere senso, soprattutto se pensiamo al valore in presenza di cessione del controllo (ove i potenziali acquirenti sono interessati ad accedere agli *asset* aziendali, anche per combinarli con quelli a loro disposizione). Il problema più critico è, però, il fatto che il costo di ricostruzione di *asset* specifici (pensiamo agli *intangibile* quali *brand* e *know-how*) - che sono alla base del processo di creazione di valore (per quanto potenziale nell'impresa in crisi) - è, non solo di difficile (se non impossibile) quantificazione, ma anche tendenzialmente distante dal valore ad essi collegato, funzione dei risultati che potrebbero derivare dal loro utilizzo, congiunto a quello degli altri *asset* ed elementi aziendali. E questo, sia nella prospettiva del valore *stand alone*, sia in quella di un potenziale cambio di controllo (con possibili sinergie, di varia natura e peso). Ciò non toglie che, in particolari circostanze<sup>3</sup>, il valore di ricostruzione degli *asset* possa costituire un primo riferimento valutativo, da utilizzare comunque sempre in congiunzione con altri metodi di mercato e/o reddituali. Resta aperto il tema del valore del debito e dell'*equity* che, in prospettiva di funzionamento, non potrà che riferirsi ai flussi attesi ad essi destinati.

I metodi di mercato (*market approach*) presentano anch'essi non poche criticità. *In primis*, la limitata disponibilità dei parametri di mercato, data la difficoltà di individuare società (quotate od oggetto di transazioni sul capitale) che siano (effettivamente) comparabili con la società (*distressed*) oggetto di stima. Inoltre, anche quan-

il mercato potrebbe assegnare al complesso delle attività aziendali (in attesa di risultati futuri quanto mai incerti). O anche a imprese mature, operanti con modelli di business semplificati (quali ad esempio imprese poco differenziate del B2B), con *asset* critici concentrati nelle immobilizzazioni materiali (fabbricati e impianti di produzione e logistica).

do i *comparables* siano reperibili, la presenza di risultati economici in perdita o solo leggermente positivi (anche a livello di EBITDA), impone di ricorrere a grandezze lorde (*gross margin, sales*) e/o operative, per loro natura meno attendibili nel riflettere le potenzialità reddituali dell'azienda (da cui dipende pur sempre il valore del capitale). Nonostante questi (e altri) limiti, le elaborazioni dei multipli di mercato sono comunque utili e necessarie, anche per testare o integrare i valori scaturenti da altri metodi (DCF *in primis*).

Di fronte alle difficoltà teoriche ed operative dei metodi orientati al costo e al mercato, la soluzione che pare meglio adattarsi alle imprese in crisi (così come alla quasi generalità delle aziende) è quella di fondare la valutazione sui risultati attesi e, quindi, ricorrere ai metodi basati sul reddito (*income approach*). Essi vantano almeno tre principali declinazioni: DCF, metodi fondati sulla creazione di valore, metodi derivati dalla teoria delle opzioni (finanziarie). DCF e metodi basati sulla creazione di valore<sup>4</sup>, se correttamente applicati, conducono al medesimo risultato, salvo una diversa declinazione delle componenti del valore, utile, nei secondi, soprattutto per agganciare le analisi e proiezioni dei flussi di cassa (e del valore) ai dati contabili e, quindi, alle performance di periodo sulle quali responsabilizzare (e incentivare) il management.

Su un piano diverso si collocano, invece, i metodi fondati sulla teoria delle opzioni, che consentono di allargare l'orizzonte valutativo rispetto alle proiezioni in DCF (applicate in chiave deterministica) e appaiono particolarmente interessanti per valutare le diverse posizioni dei creditori e degli azionisti, data una certa dinamica evolutiva del valore degli *asset* (e dei risultati ad esso sottesi)<sup>5</sup>. Non sono poche, però, le difficoltà nell'utilizzare operativamente tali approcci, basati su processi stocastici (standardizzati), nel riflettere le specificità dei casi aziendali. Una loro possibile versione applicativa è quella basata su processi evolutivi di tipo discreto (binomiali), che appaiono più flessibili<sup>6</sup>. Anche nelle applicazioni binomiali, però, la dinamica dei risultati previsti deve essere pur sempre sintetizzata in (pochi) parametri (tendenzialmente costanti), con difficoltà nel trattare risultati (di reddito e di cassa) negativi e riflettere scenari che potrebbero mutare nel tempo secondo dinamiche asimmetriche (in positivo e in negativo). A questo si aggiunge che l'utilizzo di una modellistica complicata (ma comunque eccessivamente semplificatrice della realtà aziendale) "oscura" l'interpre-

tazione dei risultati valutativi di sintesi e non ne favorisce la condivisione (critica) tra i vari soggetti coinvolti nel processo di ristrutturazione aziendale.

A partire da questo quadro, la nostra proposta è quella di valutare le imprese *distressed* utilizzando il tradizionale modello DCF, applicato in logica probabilistica o (meglio) simulativa. Questa consente, al pari degli approcci fondati sulle opzioni, di riflettere la dinamica evolutiva (prevista) dei flussi aziendali, rispetto alla quale stimare il valore attuale degli *asset*, del debito e dell'*equity*, nelle loro interrelazioni. È bene precisare che rispetto a modelli di tipo generale (quali quelli fondati sulla teoria delle opzioni integrata con la teoria dei giochi), che mirano, cioè, a qualificare situazioni di equilibrio (parziale), alla ricerca di valori ottimali in quel contesto, il DCF via simulazioni non consente questo. In altri termini, a partire da certe assunzioni e proiezioni, si stima il valore del capitale nelle sue componenti, senza poter affermare che quei valori siano "ottimali". La ricerca delle soluzioni (soprattutto in merito alla ripartizione del valore tra creditori e azionisti, attuali e potenziali) è, quindi, lasciata alla negoziazione tra tali soggetti, offrendo però spunti sui valori che derivano dalle loro decisioni e favorendo, quindi, la scelta tra diverse alternative di ristrutturazione (liquidazione inclusa).

Le simulazioni in DCF possono essere sviluppate secondo (almeno) due approcci: la tecnica degli scenari (*scenario approach*) e quella di tipo Monte Carlo. Esse possono essere utilizzate congiuntamente a partire dalle medesime ipotesi di fondo sulla dinamica dei *value drivers*. Di seguito si illustra la prima per chiarezza espositiva e perché rappresenta il quadro valutativo di base necessario anche per la strutturazione di un modello simulativo di tipo Monte Carlo.

### L'applicazione del DCF per scenari

I passi applicativi del modello DCF sono ripercorsi prendendo come riferimento base il caso dell'impresa insolvente con un piano di ristrutturazione strategico-operativa e finanziaria (RP) in corso di negoziazione. Si assume, quindi, che l'impresa sia ancora operante, ma la continuità sia messa in discussione e possa essere preservata solo a seguito dell'approvazione (e della conseguente implementazione) di RP. Nel frattempo, si ipotizza, anche, che l'impresa abbia ottenuto nuova finanza in predeuzione (o finanza "ponte"), prima della approvazione

4 Ove il concetto di creazione di valore è riferito al differenziale tra reddito e costo del capitale di periodo (variamente qualificato come *economic value added, economic profit, residual income, excess earnings*), che rappresenta, in realtà, solo uno degli elementi del più ampio processo di generazione di valore (inteso come variazione nel tempo del

valore economico del capitale).

5 Tra i tanti contributi in questo filone, di carattere prettamente teorico, si citano: Merton (1974), Leland (1994), Leland e Toft (1996), Broadie et al. (2007).

6 Broadie e Kaya (2007).

(ed eventuale omologazione dal Tribunale) di RP. RP può essere proposto dall'attuale soggetto di controllo e/o da nuovi investitori (in accordo o meno con quelli in essere), qualificando due configurazioni di valori di continuità – *stand alone* e con cambio di controllo – che in alcuni casi potrebbero anche essere messi in concorrenza. Prima della decisione in merito a quale RP accogliere, il *market value* (di continuità) del capitale dovrebbe essere dato dalla media (ponderata per la relativa probabilità di accadimento) dei valori connessi a diversi RP (con o senza cambio di controllo)<sup>7</sup>. Al seguito operiamo con riferimento a un solo RP per semplicità espositiva. RP si fonda generalmente su una serie di decisioni (e azioni), guidate da una strategia (di *turnaround*) che rappresenta, ad evidenza, l'elemento centrale ed essenziale di tutto il percorso di ristrutturazione. A questi interventi operativi, si associano tipicamente decisioni di struttura finanziaria. Il tutto sotto la protezione o meno del Tribunale, in diverse forme, collegate alla situazione aziendale e al contesto normativo-istituzionale di riferimento<sup>8</sup>. Sullo sfondo di questi elementi (per i quali si assumono per dati e noti i numerosi aspetti operativi), per ordinare e rendere più agevole la trattazione i passi applicativi proposti sono i seguenti:

1. Esame dei risultati passati e in corso, rilevazione della situazione patrimoniale alla data di valutazione e degli impegni sul debito in essere.
2. Analisi del piano di ristrutturazione strategico-operativa e degli scenari evolutivi dei flussi di cassa operativi (FCF).
3. Esplicitazione della manovra finanziaria sul debito e sull'*equity*.
4. Proiezioni reddituali, patrimoniali e finanziarie, articolate per scenari e qualificazione dei valori attesi.
5. Stima del valore (di continuità) delle attività operative (EV) ed (eventuali) confronti con multipli di mercato.
6. Individuazione del valore di liquidazione delle attività (LV) e di EV in presenza dell'opzione di liquidazione successiva all'avvio di RP ( $EV_L$ ).
7. Stima del valore dei debiti, articolati per classi e

del valore dell'*equity*.

8. Sintesi valutativa e analisi di sensitività.

### Risultati passati e situazione patrimoniale iniziale

Il primo passo della valutazione è l'analisi dei risultati passati e la rilevazione della situazione patrimoniale iniziale.

Sull'analisi dei risultati realizzati non ci soffermiamo, pur sottolineandone l'estrema rilevanza come base informativa, da approfondire in chiave, al contempo, sintetica e granulare<sup>9</sup>. Posto che la tendenza all'inerzialità e le resistenze al cambiamento sono caratteri tipici delle organizzazioni (e delle imprese), l'approfondimento critico della dinamica passata (e in essere) è utile per giudicare potenzialità e rischi delle proiezioni in RP.

Per quanto attiene la situazione patrimoniale iniziale, è noto che le imprese *distressed* potrebbero caratterizzarsi per una storia di rilevazioni contabili non del tutto trasparenti e affidabili, che, unita al cambiamento di prospettiva valutativa su taluni elementi patrimoniali, impongono di procedere alla rettifica del patrimonio contabile iniziale. Tra gli altri, un tema essenziale è l'individuazione del debito operativo (scaduto) da ristrutturare, congiuntamente a fondi per rischi e oneri da potenziare (o attivare). In caso di procedura concorsuale, poi, tutto il debito (anche operativo) in essere all'apertura di tale procedura dovrà essere trattato come "da ristrutturare".

Introducendo ora il nostro esempio (ovviamente ampiamente semplificato rispetto alle complicazioni della realtà) in figura 1 sono riportati i valori patrimoniali iniziali, completati dalla dinamica dei flussi di cassa previsti al servizio del debito in essere (figura 2).

Nella struttura proposta, il debito operativo scaduto (o, comunque, da ristrutturare) è incluso nel debito finanziario, distinto, poi, per semplicità espositiva, solo in due livelli (*senior* e *junior*)<sup>10</sup>. Distintamente è, invece, esposto il debito (finanziario) in prededuzione (*debtor-in-possession financing* o DIP), riferito alle risorse di cassa (nuova finanza) messe a disposizione per supportare la continuità

7 Mentre il *market value* (di sintesi) dovrebbe essere dato da tale valore di continuità integrato dalla ponderazione anche del valore di liquidazione, per le rispettive probabilità di accadimento.

8 Non richiamiamo qui le diverse forme di supporto e protezione previste dalla normativa italiana (dalla asseverazione di RP, agli accordi con i creditori, fino al concordato in continuità, simile al *Chapter 11* statunitense sovente richiamato nella letteratura internazionale). La presenza o meno di una procedura ha, ovviamente, effetti sostanziali sulla struttura di RP e, quindi, sul valore del capitale, trattabili con specifici adattamenti a quanto esposto in questa sede.

Per una sintesi delle procedure di governo della crisi nel contesto italiano, alla luce della riforma in atto del codice della crisi, si rinvia a Riva et al. (2018).

9 Si fa riferimento alle analisi per linea di prodotto, per segmenti di mercato, per area geografica, per stabilimento e così via. È essenziale approfondire la dinamica passata e giudicare le proiezioni future in chiave granulare, per apprezzarne caratteri, rischiosità e criticità.

10 Mentre nella pratica, come ben noto, tali livelli di debito possono essere molteplici. Il procedimento valutativo si complica, ma non cambia, rispetto a quello di seguito illustrato.

dell'azienda nella (delicata) fase di predisposizione di RP. Sul capitale fisso, a parte i temi di *impairment* (connessi a quelli della più generale valutazione economica del capitale che stiamo analizzando), è di rilievo la presenza di eventuali *surplus asset* che, in base a RP, potrebbero essere oggetto di cessione. Questi non sono considerati, per semplicità, nel nostro esempio (ma possono essere agevolmente trattati ad integrazione del valore di EV e dei flussi di cassa operativi a disposizione dei creditori nei tempi di presunto realizzo).

### Piano strategico-operativo e scenari evolutivi dei flussi di cassa operativi

Il punto centrale del DCF è, come ben noto, la stima dei flussi di cassa operativi (FCF). Al di là dell'apparato analitico utilizzato (simulazione via scenari o Monte

Carlo), alla base dei FCF si collocano la situazione e le prospettive strategiche ed operative dell'azienda. Per approfondire questi elementi sono essenziali le analisi (e le sintesi) relative a:

- I caratteri (struttura e dinamica) dell'ambito competitivo di riferimento, con l'identificazione delle tendenze in atto (sfide) che l'impresa deve affrontare.
- Le potenzialità ancora presenti in azienda, per quanto in crisi, in termini di risorse e competenze distintive, attività e processi operativi, collegamenti a valle e a monte della catena del valore.
- La strategia in atto e (soprattutto) intenzionale, delineandone chiaramente gli elementi di cambiamento (e anche di continuità se rilevanti) rispetto al passato e la loro attitudine ad affrontare le sfide del contesto competitivo, facendo leva (rinforzando e attivando) i punti di forza aziendali e, limitando, al contempo, l'impatto negativo di quelli di debolezza.
- Gli interventi sul modello di business (processi e relazioni aziendali) ai diversi livelli, coerenti con la (rinnovata) strategia aziendale, esplicitando le azioni e le leve critiche (*action plans* e *key value drivers*), tese a migliorare le performance dell'impresa, con target di riferimento prefissati (*milestones*) lungo il periodo di piano.

Queste componenti essenziali di RP, qui solo accennate, devono poi tradursi in proiezioni economiche, patrimoniali e finanziarie, che, oltre ad essere funzionali alla definizione (e condivisione) della manovra finanziaria e al giudizio sul livello di fattibilità di RP, sono un input essenziale per la valutazione economica del capitale. Tali proiezioni, per quanto supportate e giudicate da diversi soggetti anche con interessi divergenti (management, advisors, attestatore, nuovi finanziatori), sono comunque

FIG. 1 FASHION CO.: PROFILO ECONOMICO-FINANZIARIO (SINTESI)

€ milioni	-1	0
Ricavi di vendita	135	120
EBITDA	5,0	0,0
Ammortamenti	-6,3	-6,3
EBIT	-1,3	-6,3
Oneri finanziari	-3,5	-4,5
EBT	-4,8	-10,7
Imposte	-0,5	-0,5
Reddito netto	-5,3	-11,2
Capitale circolante		40,0
Capitale fisso		50,0
<b>Capitale investito</b>		<b>90,0</b>
Liquidità		-4,0
Debiti finanziari*		95,0
Nuova finanza "ponte" (DIP financing)		6,0
<b>Patrimonio netto (equity)</b>		<b>-7,0</b>

\* Debiti operativi scaduti inclusi

FIG. 2 FASHION CO.: DEBITI FINANZIARI

€ milioni	Valore nominale	Tasso di costo	Piano di rimborso e oneri finanziari					Totale
			1	2	3	4	5	
Debito senior	50,0		30,0	15,0	0,0	0,0	0,0	
Rimborsi			20,0	15,0	15,0	0,0	0,0	50,0
Interessi passivi per cassa		3,5%	1,8	1,1	0,5	0,0	0,0	3,3
Interessi passivi non per cassa		0,0%	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Debito junior	45,0		46,8	48,7	25,6	11,6	7,1	
Rimborsi			0,0	0,0	25,0	15,0	5,0	45,0
Interessi passivi per cassa		2,0%	0,9	0,9	1,0	0,5	0,2	3,6
Interessi passivi non per cassa		4,0%	1,8	1,9	1,9	1,0	0,5	7,1
<b>Flusso di cassa al servizio del debito</b>			<b>22,7</b>	<b>17,0</b>	<b>41,5</b>	<b>15,5</b>	<b>5,2</b>	<b>101,9</b>

FIG. 3 FASHION Co.: PIANO AZIENDALE (VALUE DRIVERS DI SINTESI)

		1	2	3	4	5
Tasso di sviluppo delle vendite	Atteso	0,8%	1,5%	2,3%	2,4%	2,6%
	Base	3,0%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%
	Best	5,0%	6,0%	7,0%	7,0%	7,0%
	Worst	-3,0%	-3,0%	-3,0%	-3,0%	-3,0%
EBITDA margin	Atteso	0,9%	2,6%	4,4%	6,2%	7,1%
	Base	3,0%	5,0%	7,0%	9,0%	10,0%
	Best	6,0%	7,0%	9,0%	11,0%	12,0%
	Worst	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	0,0%
Capitale circolante/Vendite	Atteso	36,9%	35,3%	33,5%	31,6%	29,7%
	Base	35,0%	32,5%	30,0%	27,5%	25,0%
	Best	35,0%	32,5%	30,0%	27,5%	25,0%
	Worst	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Investimenti fissi su vendite		5,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ammortamenti (anni)		8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Probabilità di scenario	Base	51,0%				
	Best	9,0%				
	Worst	40,0%				

soggette a un elevato grado di incertezza, che deve essere riflessa nel processo valutativo. Questo vale in ogni situazione aziendale, ma assume particolare rilievo nelle imprese in crisi, ove RP si articola in progetti e azioni di cambiamento, anche a volte radicali, che potrebbero, non solo realizzarsi in parte, ma anche rivelarsi non idonei a migliorare le performance aziendali, così come inizialmente previsto.

In questo contesto, l'approccio per scenari prevede di prendere spunto dalla "migliore" proiezione a disposizione (*base* o "più probabile"), per derivarne una serie di possibili alternative evolutive, che sottendono diverse ipotesi sui fattori critici in precedenza citati (dinamica del contesto competitivo, della strategia aziendale e del modello di business) o similari. Nell'esempio di figura 3, in via ultra semplificata a fini espositivi, si individuano tre scenari, di cui si sintetizzano i *value drivers*, in un orizzonte temporale quinquennale.

Lo scenario *base* riflette il piano proposto dall'impresa (sotto la guida del management espressione del soggetto imprenditoriale attuale o di una nuova compagine di controllo) per il mantenimento o il recupero della continuità aziendale e in corso di verifica, negoziazione e approvazione (a cura dei diversi soggetti coinvolti). I valori espressi in questo scenario sono, perciò, indicati al seguito come valori "previsti" o "previsioni".

Lo scenario *best* esprime i migliori risultati che potreb-

bero essere raggiunti se RP si rivelerà vincente oltre le previsioni (ma pur sempre nell'ambito di ipotesi realistiche e possibili). Esso appare rilevante, sia per i riflessi sul valore, sia perché la distanza tra i risultati previsti rispetto a quello *base* costituisce un indicatore (tra gli altri) di rischio del piano. A parità di altre condizioni, RP sarà tanto più rischioso quanto più i valori previsti si avvicinano a quelli *best* (come accade nel nostro esempio e come tipico nella nostra esperienza).

Lo scenario *worst* mira a riflettere cosa potrebbe accadere se gli interventi programmati non si rivelassero adeguati (per molteplici cause, interne ed esterne, controllabili o meno dal management) e l'impresa proseguisse nel sentiero di declino in atto o i miglioramenti fossero comunque (nettamente) inferiori a quelli previsti. Anche per questo scenario, oltre ai riflessi sul valore di seguito indagati, rileva la distanza con le proiezioni (qui, invece, sovente notevole), indicatore, tra gli altri, del profilo di rischio di RP.

I tre scenari qui proposti sono, ovviamente, quelli minimali per operare in logica probabilistica. Essi possono essere articolati in altri intermedi, ma, soprattutto, arricchiti da un'analisi di simulazione di tipo Monte Carlo (o similari). In quest'ultima ad ognuno dei *value drivers* è associata una distribuzione di probabilità e un indicatore di correlazione con gli altri driver, nello spazio e nel tempo<sup>11</sup>. Nelle simulazioni, si potrà sfruttare, per quanto possibile, il potenziale dei dati storici aziendali e le analisi e proie-

11 Per un'introduzione all'applicazione della tecnica Monte Carlo alla valutazione d'azienda, si rinvia a Vincenzi (2016).

**FIG. 4 TASSO DI FALLIMENTO MEDIO IN EUROPA (1981-2018)**

Rating class	Orizzonte temporale (anni)			
	1	3	5	7
BB	0,4%	1,9%	3,7%	5,5%
B	2,1%	8,3%	12,4%	14,5%
<b>CCC/C</b>	<b>25,5%</b>	<b>37,9%</b>	<b>43,4%</b>	<b>44,2%</b>

Source: S&P (2019), table 25, p. 59.

zioni disponibili relativi al settore e a imprese comparabili. Nell'analisi di scenario, a differenza delle simulazioni Monte Carlo, la probabilità non è attribuita ai singoli *drivers* (secondo una funzione continua), ma (in via puntuale e sintetica) ad ogni scenario. Questo è un passaggio molto delicato per i suoi riflessi sul valore, non agevole da strutturare rispetto a un semplice giudizio soggettivo (probabilmente affatto diverso tra i diversi attori coinvolti nel processo di ristrutturazione). Un riferimento iniziale potrebbe essere quello delle analisi di *rating* e della probabilità di sopravvivenza associata alle diverse classi. Nel nostro esempio, la probabilità di insuccesso del piano è assunta leggermente inferiore a quella di *default* a cinque anni delle imprese con *rating* CCC-C (figura 4), alle

quali si giudica, quindi, assimilabile l'azienda in esame (anche alla luce di RP).

Partendo da questi e/o altri riferimenti esterni (quali quelli relativi ai casi di successo/insuccesso di piani di continuità in un certo contesto), stime di probabilità (soggettive) diverse potrebbero essere introdotte in base a elementi di specificità giudicati rilevanti. Anche adottando un approccio Monte Carlo, peraltro, è essenziale analizzare la distribuzione dei valori finali alla luce di elementi sintetici di giudizio (quali quelli citati), perché una costruzione basata sulla aggregazione di numerose proiezioni analitiche potrebbe portare al sommarsi di "errori" che conducono a valori finali di sintesi non ragionevoli. Dati gli scenari (o la simulazione) sui driver di valore, si può procedere alla proiezione economico-finanziaria (in prima fase, fino al NOPLAT, al FCF e al capitale investito netto). Nel nostro esempio, per sintesi espositiva, questa è sviluppata congiuntamente ai flussi relativi alla manovra finanziaria.

### La manovra finanziaria

Il piano a supporto della continuità prevede, generalmente, numerosi interventi sulla struttura finanziaria, oggetto

**FIG. 5 FASHION Co.: MANOVRA FINANZIARIA**

€ milioni	Valore nominale (originale)	Stalcio del debito	Valore nominale post manovra	Tasso di costo	Anni					Equity (valore nominale)	
					0	1	2	3	4		5
<b>Nuova finanza a debito (DIP)</b>	<b>6,0</b>		<b>10,0</b>		<b>10,0</b>	<b>10,6</b>	<b>11,2</b>	<b>11,9</b>	<b>7,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Rimborsi						0,0	0,0	0,0	5,0	8,1	
Interessi passivi per cassa				2,0%		0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
Interessi passivi non per cassa				6,0%		0,6	0,6	0,7	0,7	0,5	
<b>Debito senior</b>	<b>50,0</b>	<b>30%</b>	<b>35,0</b>		<b>35,0</b>	<b>35,0</b>	<b>35,0</b>	<b>35,0</b>	<b>35,0</b>	<b>0,0</b>	<b>15,0</b>
Rimborsi						0,0	0,0	0,0	0,0	35,0	
Interessi passivi per cassa				3,0%		1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	
Interessi passivi non per cassa				0,0%		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Debito junior</b>	<b>45,0</b>	<b>60%</b>	<b>18,0</b>		<b>18,0</b>	<b>18,5</b>	<b>19,1</b>	<b>19,7</b>	<b>20,3</b>	<b>0,0</b>	<b>27,0</b>
Rimborsi						0,0	0,0	0,0	0,0	20,9	
Interessi passivi per cassa				0,0%		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Interessi passivi non per cassa				3,0%		0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	
Interessi passivi totali						2,4	2,5	2,5	2,6	2,3	
<b>Aumento di capitale (per cassa)</b>					<b>20,0</b>						<b>20,0</b>
Costi di ristrutturazione			6,0			6,0					
<b>Totale</b>	<b>101,0</b>										<b>62,0</b>
Debiti finanziari/EBITDA target a fine piano	<b>2,5x</b>										
con un EBITDA minimo di	5,0										
Tasso di interesse attivo sulla liquidità	1,0%										

FIG. 6 FASHION Co.: EQUITY WATERFALL

€ milioni	Valore nominale originale	Multiplo cash on cash (CoC)	% post CoC	Massimo
Equity da aumento per cassa	20	2,0	50,0%	
Equity da stralcio debito senior	15		18,0%	15
Equity da stralcio debito junior	27		32,0%	27
<b>Totale</b>	<b>62</b>		<b>100,0%</b>	

di negoziazione con diversi investitori, attuali o potenziali, che giudicheranno le proposte anche in base al valore degli strumenti finanziari da essi detenuti (o attivabili). Siamo in presenza, pertanto, di un processo iterativo, dove piano strategico-operativo, proiezioni economiche, interventi sulla struttura finanziaria e valori degli *asset*, del debito e dell'*equity* si intersecano, fino a giungere (o meno) a una configurazione “di equilibrio” (in quanto accettata dal mercato).

A titolo esemplificativo, nel nostro caso (figura 5), si configura una manovra finanziaria che contempla:

- Il ricorso a (ulteriore) nuova finanza in predeuzione (DIP) al servizio della realizzazione di RP, in aggiunta a quanto già raccolto per preservare la continuità aziendale nella fase di predisposizione e negoziazione di RP.
- La ristrutturazione del debito finanziario iniziale, prevedendo riduzioni di valore nominale (“stralcio” o *write-off*) differenziate a seconda del livello di *seniority* (che viene mantenuta) e concedendo ai creditori diritti sull'*equity* (*equity swaps*), per quanto limitati, a compensazione (parziale) dello stralcio.
- L'aumento di capitale per cassa, con la definizione di una struttura di distribuzione del valore (residuale) alla fine del periodo di piano differenziata tra le categorie di azionisti (*equity waterfall*) (figura 6)<sup>12</sup>.

Tra gli input si inseriscono i costi di ristrutturazione finanziaria e si prevede, inoltre, una certa capacità di indebitamento finanziario alla fine del periodo di piano<sup>13</sup>

12 Nel nostro esempio non si lascia spazio all'*equity* iniziale, il cui valore è azzerato (fatta salva la possibilità degli azionisti esistenti di partecipare all'aumento di capitale). In caso di valore positivo dell'*equity* iniziale (possibile, a volte, anche in presenza di *write-off* del debito), esso sarà incluso nella manovra finanziaria e nella *waterfall* secondo le linee qui tracciate per le altre componenti dell'*equity*. Una manovra finanziaria alternativa, che contempla l'acquisizione del controllo via acquisto del debito, è illustrata in Moyer et al. (2012). In questo caso, il debito preesistente dovrebbe essere acquistato (in tutto o in parte) al prezzo negoziato nel

(che potrà essere utilizzato anche per il rimborso del debito iniziale).

### La proiezione economico-finanziaria

Dati il *business plan* e la manovra finanziaria, si procede alla proiezione dei va-

lori economici, patrimoniali e finanziari, articolati per scenari (figura 7).

I valori attesi sono la sintesi dei valori previsti nei diversi scenari, ponderati per la rispettiva probabilità di accadimento. Su tali valori dovrebbe fondarsi il giudizio di fattibilità di RP, così come la valutazione del capitale.

Nella nostra esemplificazione (così come in molte situazioni concrete) i valori attesi sono inferiori a quelli previsti, per la distribuzione asimmetrica dei valori tra gli scenari *best* e *worst*. Questo è un passaggio chiave, particolarmente importante per le imprese *distressed*, ove, come in precedenza osservato, la distanza tra i valori dei diversi scenari può essere notevole, in presenza di una proiezione base “ottimistica” (molto più vicina al *best* che al *worst*). Non si esclude, ovviamente, che in alcune situazioni questo non si verifichi. L'esplicitazione degli scenari è proprio rivolta a rendere trasparente il profilo di rischiosità di RP, nei suoi riflessi sul giudizio di fattibilità del piano e sul valore economico del capitale.

### Il valore (di continuità) delle attività (EV)

Data la proiezione dei flussi di cassa associati a RP, approfonditi in chiave probabilistico-simulativa, si procede nella stima del valore di continuità delle attività operative (EV), funzione dei flussi di cassa operativi attesi (FCF) nel periodo di piano e del valore residuo (*terminal value*, TV), attualizzati a un predefinito costo del capitale.

Tra le varie declinazioni operative del DCF, l'approccio qui suggerito è quello dell'APV (*Adjusted Present Value*),

mercato (che può essere apprezzato anche alla luce del valore di mercato del debito, output di questo o di altri modelli valutativi).

13 Nell'esempio tale capacità di debito è, in via semplificata, correlata all'EBITDA. Un'altra possibilità è quella di collegare il debito sostenibile al flusso di cassa della gestione operativa (FCF) in TV, via *debt service coverage ratio* (DSCR), dato da FCF rapportato al flusso di cassa al servizio del debito (CFD). Si potrà quindi stabilire un valore *target* di DSCR a fine piano, da moltiplicare per FCF per stimare CFD. Da questo, si potrà prevedere il valore *target* del debito, assumendone costo e durata medi.

FIG. 8 FASHION Co.: COSTO DEL CAPITALE

Risk-free rate ( $R_f$ )	2,5%
Market risk premium (MRP)	5,0%
Beta unlevered ( $\beta_U$ )	1,50
Specific risk premium (SRP)	0,0%
<b>Costo del capitale (<math>K_U</math>)</b>	<b>10,0%</b>

dove si assume, in prima istanza, che gli *asset* siano finanziati dall'*equity*, calcolando separatamente il valore dello scudo fiscale del debito<sup>14</sup>. Questo per semplicità di calcolo, posto che l'approccio più tipico di attualizzazione via costo medio ponderato del capitale (WACC) richiede di ipotizzare una struttura finanziaria predefinita (*target*) costante, ardua da stimare nell'impresa *distressed*. In alternativa, si potrebbe utilizzare la struttura finanziaria effettiva, che è però mutevole nel tempo (in relazione al progredire di RP). Posto che i due metodi (DCF via APV o WACC), se correttamente applicati, giungono al medesimo risultato valutativo (valore attuale dell'*equity*), si procede con il metodo più semplice (APV), salvo poi controllarne i risultati<sup>15</sup>.

Per la stima del costo del capitale *unlevered* ( $K_U$ , figura 8) si fa riferimento al modello (semplificato) del CAPM (in alternativa si può utilizzare un modello multifattoriale), dove il coefficiente di rischio sistematico (Beta) dovrebbe riflettere, tra gli altri, anche la condizione di declino dell'azienda, con valore quindi superiore a quello medio (o mediano) di imprese comparabili sane (o, meglio, *non-distressed*)<sup>16</sup>.

Per il *terminal value* si propone di utilizzare un metodo di mercato (multiplo EV/EBITDA). Data la rilevanza

di tale componente – dove in genere si annida la gran parte del valore di EV (soprattutto nelle imprese in crisi) – questo approccio dovrebbe favorire la condivisione dei giudizi di valore tra gli attori interessati alla valutazione, oltre che riflettere, in molti casi, le modalità di realizzo del valore previste alla fine del periodo di ristrutturazione (via cessione dell'azienda in bonis). Nulla toglie, ovviamente, che si possa procedere anche alla stima di TV via *value drivers*, confrontando i risultati che emergono con quelli ottenuti via multipli<sup>17</sup>.

Alla luce di questa impostazione e di queste assunzioni, il calcolo del valore (di continuità) degli *asset* (EV) è illustrato analiticamente in figura 9.

Un punto importante da sottolineare è il trattamento del rischio specifico, connesso alla condizione di crisi economica e finanziaria dell'impresa. Nel nostro esempio, il premio per tale rischio (SRP) dovrebbe essere (pienamente) riflesso nei flussi di cassa attesi, che scontano le proiezioni dello scenario *worst* (valori e probabilità di accadimento). Se si ritiene che questo non sia sufficiente per riflettere il punto di vista degli investitori di mercato nelle imprese *distressed*<sup>18</sup>, si potrà considerare tale componente anche nel calcolo di  $K_U$  (figura 8), ottenendo, ovviamente, *ceteris paribus*, un EV più basso di quello qui stimato.

Diverso il discorso se volessimo stimare EV attualizzando i flussi previsti<sup>19</sup>. In tal caso sarebbe, senza dubbio, necessario introdurre SRP, al fine di trattare (a livello di costo del capitale e non di flussi) l'asimmetria tra valori e probabilità di accadimento tra gli scenari *best* e *worst* rispetto a quello *base* (che dovrebbe essere il fenomeno sotteso al rischio specifico)<sup>20</sup>. Una stima di SRP può essere ottenuta

14 Così come da tempo proposto, tra gli altri, da Arzac (1996).

15 Questo sarà svolto al seguito a livello di valore dell'*equity*, stimato via flussi di cassa ad esso destinati, attualizzati al costo del capitale ottenuto in via analitica (in base alla evoluzione della struttura finanziaria e del costo del debito lungo il periodo di piano).

16 Un riferimento per la stima del premio sul beta per le imprese in declino è contenuto in Bravo (2019). L'autore stima il beta (*unlevered*) lungo il ciclo di vita dell'impresa, classificando le imprese quotate (in USA) in base al ciclo di vita all'interno di diversi portafogli. Per quelle in declino, il beta medio è pari a 1,37 (*versus* 0,83 per le imprese mature, 0,99 per quelle in sviluppo e 1,35 per quelle in fase introduttiva), con un premio quindi, rispettivamente, del 65%, 38% e 2%. Il procedimento che suggeriamo è, quindi, quello di partire dal beta *unlevered* (medio o mediano) di imprese comparabili quotate, stimando poi un fattore moltiplicativo connesso alla condizione di declino dell'azienda, tanto più elevato quanto più grave sia la dimensione "economica" della crisi, rispetto a quella "finanziaria".

17 Come noto, il *terminal value* può essere espresso in questo modo:

$$TV = \frac{NOPLAT_{n+1} \times (1 - \frac{\pi}{RONIC})}{(WACC - g)}$$

Dove il NOPLAT è quello atteso dal primo anno successivo a quello finale di piano, crescente al tasso costante  $g$  e il RONIC esprime la redditività dei nuovi investimenti alla base di  $g$ . Il tutto capitalizzato al WACC meno  $g$ , scontando, quindi, una struttura finanziaria *target* (costante). Date le relazioni tra NOPLAT ed EBITDA, il multiplo EV/EBITDA può essere collegato ai *value drivers* in questi termini:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{(1 - \frac{DA}{EBITDA})(1 - T_c) \times (1 - \frac{\pi}{RONIC})}{(WACC - g)}$$

Dove D&A sono gli ammortamenti operativi previsti da  $n+1$  e  $T_c$  l'aliquota fiscale che grava sul reddito operativo (EBITDA – D&A).

18 Così come, tra gli altri, sottolineato in Bini (2019a).

19 Questo potrebbe anche rendersi necessario/utile in situazioni valutative ove risulti difficoltoso operare in via esplicita sugli scenari e quindi sui valori attesi.

20 In tal senso, tra i tanti, Koziol (2014).

FIG. 7 FASHION Co.: PROIEZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA POST MANOVRA

€ milioni	Valore iniziale		ATTESO (EXPECTED)				
	Pre Res	Post Res	1	2	3	4	5
Capitale circolante	40,0	40,0	44,7	43,3	42,0	40,7	39,1
Capitale fisso	50,0	50,0	49,8	48,5	46,2	44,3	42,7
<b>Capitale investito</b>	<b>90,0</b>	<b>90,0</b>	<b>94,5</b>	<b>91,8</b>	<b>88,2</b>	<b>84,9</b>	<b>81,8</b>
Nuova finanza a debito (DIP)	6,0	10,0	10,6	11,3	12,1	9,9	5,8
Debito senior (SD)	50,0	35,0	35,0	35,4	35,9	36,3	15,8
Debito junior (JD)	45,0	18,0	18,5	19,1	19,7	20,3	8,3
Nuovo debito alla fine del piano (Liquidità)/debito a saldo	-4,0	-28,0	-11,4	-10,4	-12,7	-13,9	-3,9
<b>Posizione finanziaria netta</b>	<b>97,0</b>	<b>35,0</b>	<b>52,8</b>	<b>55,4</b>	<b>54,9</b>	<b>52,5</b>	<b>49,4</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>-7,0</b>	<b>55,0</b>	<b>41,7</b>	<b>36,3</b>	<b>33,3</b>	<b>32,4</b>	<b>32,4</b>
<b>Ricavi di vendita</b>	<b>120,0</b>		<b>120,9</b>	<b>122,7</b>	<b>125,5</b>	<b>128,5</b>	<b>131,8</b>
<b>EBITDA</b>	<b>0,0</b>		<b>1,0</b>	<b>3,2</b>	<b>5,5</b>	<b>8,0</b>	<b>9,4</b>
Ammortamenti	-6,3		-6,3	-6,2	-6,1	-5,8	-5,5
EBITA	-6,3		-5,2	-3,0	-0,5	2,2	3,8
Interessi passivi su DIP			-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-0,8
Interessi passivi su SD			-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Interessi passivi su JD			-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
<b>Interessi passivi</b>			<b>-2,4</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,5</b>
Interessi attivi			0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Costi di ristrutturazione			-6,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>			<b>-13,3</b>	<b>-5,3</b>	<b>-3,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,5</b>
Tasso di imposizione fiscale			0%	0%	-3%	-237%	97%
Imposte			0,0	-0,0	-0,1	-0,6	-1,4
<b>Reddito netto</b>			<b>-13,3</b>	<b>-5,4</b>	<b>-3,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,0</b>
<b>EBITDA</b>			<b>1,0</b>	<b>3,2</b>	<b>5,5</b>	<b>8,0</b>	<b>9,4</b>
Variazione del capitale circolante			-4,7	1,4	1,2	1,4	1,5
Variazione del capitale fisso			-6,0	-4,9	-3,8	-3,9	-4,0
Pagamenti costi di ristrutturazione			-6,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Free cash flow lordo imposte</b>			<b>-15,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,0</b>	<b>5,5</b>	<b>6,9</b>
Interessi attivi			0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Nuovo debito alla fine del piano							23,4
Imposte			0,0	-0,0	-0,1	-0,6	-1,4
<b>Flusso di cassa disponibile per il debito (CFD)</b>			<b>-15,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>3,0</b>	<b>5,0</b>	<b>29,0</b>
Liquidità disponibile per il debito			12,6	11,2	13,4	17,7	43,0
Flusso di cassa a DIP			-0,2	-0,1	-0,1	-3,1	-4,9
Liquidità disponibile			12,4	11,0	13,3	14,6	38,0
Flusso di cassa a SD			-1,1	-0,6	-0,6	-0,6	-21,6
Liquidità disponibile			11,4	10,4	12,7	13,9	16,4
Flusso di cassa a JD			0,0	0,0	0,0	0,0	-12,5
Flusso di cassa totale			-16,6	-1,0	2,3	1,3	-10,1
<b>Liquidità finale</b>			<b>11,4</b>	<b>10,4</b>	<b>12,7</b>	<b>13,9</b>	<b>3,9</b>

nel nostro esempio, calcolando il costo del capitale che, applicato ai flussi previsti, consente di giungere al medesimo EV stimato sui flussi attesi. SRP sarà, quindi, pari al differenziale tra queste due figure di costo del capitale, così come esemplificato (anche in riferimento a diversi valori di EV connessi a distinte probabilità di accadimento dello scenario *worst*) in figura 10.

### Il valore di liquidazione delle attività e il valore del premio per l'opzione di liquidazione

Nelle imprese in crisi il valore di liquidazione (LV) è rilevante per decidere in merito alla continuità, per la quale è necessario confrontare EV con LV<sup>21</sup>. Anche la stima di LV può presentare elementi di complessità e di incertezza, rela-

21 Ci soffermiamo, per semplicità, solo su questo passo, senza procedere ad analizzare un altro tema che è quello del confronto tra EV e LV su attività specifiche sulle quali alcuni creditori possano vantare dei privilegi (nel

qual caso, la normativa fallimentare può prevedere, come in Italia, che i flussi attesi di competenza di tali creditori in RP sia anche superiore al valore di liquidazione degli *asset* specifici ad essi "destinati").

BASE					BEST					WORST				
1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
43,3	41,8	40,5	39,0	37,2	44,1	43,4	42,9	42,1	40,9	46,6	45,2	43,8	42,5	41,2
49,9	48,8	46,8	45,2	44,0	50,1	49,1	47,3	46,0	45,1	49,6	47,9	45,2	42,7	40,5
<b>93,2</b>	<b>90,6</b>	<b>87,3</b>	<b>84,2</b>	<b>81,2</b>	<b>94,2</b>	<b>92,5</b>	<b>90,2</b>	<b>88,0</b>	<b>86,0</b>	<b>96,1</b>	<b>93,1</b>	<b>89,0</b>	<b>85,2</b>	<b>81,7</b>
10,6	11,2	11,9	7,6	-0,0	10,6	11,2	11,9	7,6	-0,0	10,6	11,4	12,4	13,4	14,4
35,0	35,0	35,0	35,0	0,0	35,0	35,0	35,0	35,0	0,0	35,0	36,1	37,1	38,2	39,4
18,5	19,1	19,7	20,3	-0,0	18,5	19,1	19,7	20,3	-0,0	18,5	19,1	19,7	20,3	20,9
				37,2					49,1					0,0
-15,2	-16,8	-22,3	-25,4	-7,7	-17,8	-21,4	-29,0	-34,3	-30,9	-5,0	0,3	3,3	5,2	7,1
<b>49,0</b>	<b>48,5</b>	<b>44,3</b>	<b>37,5</b>	<b>29,5</b>	<b>46,3</b>	<b>44,0</b>	<b>37,6</b>	<b>28,6</b>	<b>18,2</b>	<b>59,1</b>	<b>66,9</b>	<b>72,5</b>	<b>77,1</b>	<b>81,8</b>
<b>44,2</b>	<b>42,1</b>	<b>43,0</b>	<b>46,6</b>	<b>51,7</b>	<b>47,8</b>	<b>48,6</b>	<b>52,5</b>	<b>59,4</b>	<b>67,8</b>	<b>37,0</b>	<b>26,2</b>	<b>16,5</b>	<b>8,2</b>	<b>-0,1</b>
<b>123,6</b>	<b>128,5</b>	<b>135,0</b>	<b>141,7</b>	<b>148,8</b>	<b>126,0</b>	<b>133,6</b>	<b>142,9</b>	<b>152,9</b>	<b>163,6</b>	<b>116,4</b>	<b>112,9</b>	<b>109,5</b>	<b>106,2</b>	<b>103,0</b>
<b>3,6</b>	<b>6,4</b>	<b>9,4</b>	<b>12,8</b>	<b>14,9</b>	<b>7,2</b>	<b>9,3</b>	<b>12,9</b>	<b>16,8</b>	<b>19,6</b>	<b>-3,6</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
-6,3	-6,2	-6,1	-5,8	-5,6	-6,3	-6,3	-6,1	-5,9	-5,7	-6,3	-6,2	-6,0	-5,6	-5,3
-2,7	0,2	3,3	6,9	9,2	0,9	3,1	6,7	10,9	13,9	-9,9	-8,5	-7,1	-5,6	-5,3
-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-0,6	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-0,6	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1
-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
<b>-2,4</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,8</b>
0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1	-0,0	-0,0	-0,1
-6,0					-6,0					-6,0				
<b>-10,8</b>	<b>-2,1</b>	<b>1,0</b>	<b>4,5</b>	<b>7,2</b>	<b>-7,2</b>	<b>0,8</b>	<b>4,4</b>	<b>8,6</b>	<b>12,0</b>	<b>-18,0</b>	<b>-10,9</b>	<b>-9,7</b>	<b>-8,4</b>	<b>-8,2</b>
<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>10%</b>	<b>20%</b>	<b>30%</b>	<b>0%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>20%</b>	<b>30%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
0,0	0,0	-0,1	-0,9	-2,2	0,0	-0,1	-0,4	-1,7	-3,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>-10,8</b>	<b>-2,1</b>	<b>0,9</b>	<b>3,6</b>	<b>5,1</b>	<b>-7,2</b>	<b>0,7</b>	<b>4,0</b>	<b>6,9</b>	<b>8,4</b>	<b>-18,0</b>	<b>-10,9</b>	<b>-9,7</b>	<b>-8,4</b>	<b>-8,2</b>
<b>3,6</b>	<b>6,4</b>	<b>9,4</b>	<b>12,8</b>	<b>14,9</b>	<b>7,2</b>	<b>9,3</b>	<b>12,9</b>	<b>16,8</b>	<b>19,6</b>	<b>-3,6</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
-3,3	1,5	1,3	1,5	1,8	-4,1	0,7	0,5	0,8	1,1	-6,6	1,4	1,4	1,3	1,3
-6,2	-5,1	-4,0	-4,3	-4,5	-6,3	-5,3	-4,3	-4,6	-4,9	-5,8	-4,5	-3,3	-3,2	-3,1
-6,0					-6,0					-6,0				
<b>-11,8</b>	<b>2,8</b>	<b>6,7</b>	<b>10,0</b>	<b>12,2</b>	<b>-9,2</b>	<b>4,7</b>	<b>9,1</b>	<b>13,1</b>	<b>15,9</b>	<b>-22,0</b>	<b>-5,4</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,8</b>
0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1	-0,0	-0,0	-0,1
				37,2					49,1					0,0
0,0	0,0	-0,1	-0,9	-2,2	0,0	-0,1	-0,4	-1,7	-3,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>-11,6</b>	<b>2,9</b>	<b>6,8</b>	<b>9,3</b>	<b>47,5</b>	<b>-8,9</b>	<b>4,8</b>	<b>8,9</b>	<b>11,6</b>	<b>61,7</b>	<b>-21,7</b>	<b>-5,3</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,9</b>
16,4	18,1	23,6	31,7	72,9	19,1	22,6	30,2	40,6	96,0	6,3	-0,3	-3,3	-5,2	-7,1
-0,2	-0,2	-0,2	-5,2	-8,2	-0,2	-0,2	-0,2	-5,2	-8,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
16,2	17,9	23,4	26,4	64,6	18,9	22,4	30,0	35,4	87,8	6,1	-0,3	-3,3	-5,2	-7,1
-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-36,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-36,1	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
15,2	16,8	22,3	25,4	28,6	17,8	21,4	29,0	34,3	51,7	5,0	-0,3	-3,3	-5,2	-7,1
0,0	0,0	0,0	0,0	-20,9	0,0	0,0	0,0	0,0	-20,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
-12,8	1,7	5,5	3,0	-17,7	-10,2	3,5	7,6	5,3	-3,4	-23,0	-5,3	-3,0	-1,9	-1,9
<b>15,2</b>	<b>16,8</b>	<b>22,3</b>	<b>25,4</b>	<b>7,7</b>	<b>17,8</b>	<b>21,4</b>	<b>29,0</b>	<b>34,3</b>	<b>30,9</b>	<b>5,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>-3,3</b>	<b>-5,2</b>	<b>-7,1</b>

tivi al perimetro delle attività (singole o a gruppi), ai tempi, ai costi e ai prezzi di realizzo (che potrebbero anche subire “sconti” per la cessione in condizioni di crisi/*distress*). Non approfondiamo qui i numerosi aspetti problematici nella stima di LV, per illustrare, in sintesi, il procedimento valutativo semplificato proposto nel nostro modello (figura 11).

Si parte dalla situazione patrimoniale iniziale, stimando il

differenziale tra il valore contabile (in continuità) e il valore di realizzo per le diverse categorie di *asset*. Lo sconto che viene ipotizzato si assume rifletta, anche, i tempi di realizzo del prezzo (probabile) di liquidazione<sup>22</sup>. In taluni casi, si possono, inoltre, identificare *asset* di pregio non rilevati contabilmente, ma dotati di un valore di mercato anche in liquidazione (tipicamente *brand*, in alcuni casi anche brevetti e *know-how*). Nel nostro esempio, il valore

22 Per un riferimento generale allo sconto tra valore contabile (di funzionamento) e valore di liquidazione degli *asset*, si veda, tra gli

altri, S&P Global (2018), tab. 5, 13 e 14, pp. 4, 10, 11 (citato da Bini, 2019b).

FIG. 9 FASHION Co.: ENTERPRISE VALUE (DCF)

€ milioni	ATTESO (EXPECTED)						
	0	1	2	3	4	5	
<b>Ricavi di vendita</b>		<b>120,9</b>	<b>122,7</b>	<b>125,5</b>	<b>128,5</b>	<b>131,8</b>	
<b>EBITDA</b>		<b>1,0</b>	<b>3,2</b>	<b>5,5</b>	<b>8,0</b>	<b>9,4</b>	
<b>EBITA</b>		<b>-5,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>2,2</b>	<b>3,8</b>	
Imposte		0,0	-0,0	-0,2	-0,9	-1,8	
Tasso di imposizione fiscale		0,0%	-0,9%	-44,2%	40,1%	46,8%	
<b>NOPLAT</b>		<b>-5,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	
Variazione del capitale circolante		-4,7	1,4	1,2	1,4	1,5	
Ammortamenti		6,3	6,2	6,1	5,8	5,5	
Investimenti fissi		-6,0	-4,9	-3,8	-3,9	-4,0	
Pagamenti costi di ristrutturazione		-6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Free cash flow unlevered</b>		<b>-15,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>2,8</b>	<b>4,6</b>	<b>5,1</b>	
Intessi passivi netti		2,1	2,3	2,4	2,5	2,4	
Tasso imposizione fiscale		0,0%	0,9%	5,8%	11,3%	15,3%	
Scudo fiscale sul debito netto		0,0	0,0	0,1	0,3	0,4	
<b>Free cash flow con scudo fiscale sul debito netto</b>		<b>-15,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>2,9</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>	
Multiplo EBITDA alla fine del piano						7,2x	
Costo del capitale		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
<b>Enterprise value</b>		<b>36,2</b>	<b>55,5</b>	<b>61,4</b>	<b>64,6</b>	<b>66,1</b>	<b>67,3</b>

FIG. 10 FASHION Co.: ENTERPRISE VALUE (DCF SU FLUSSI PREVISTI)

€ milioni	BASE					Analisi di sensitività				
	0	1	2	3	4	5	Default probability	Enterprise value	Distress premium	Adj cost of capital
EBITDA		3,6	6,4	9,4	12,8	14,9	20%	58,0	5,0%	15,0%
Free cash flow con scudo fiscale sul debito netto		-11,8	2,8	6,6	9,1	10,0	25%	52,6	7,1%	17,1%
Multiplo EBITDA alla fine del piano						7,0x	30%	47,1	9,6%	19,6%
Costo del capitale (ex CAPM)		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	35%	41,7	12,2%	22,2%
Distress premium		15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	40%	36,2	15,4%	25,4%
<b>Costo del capitale rettificato</b>		<b>25,4%</b>	<b>25,4%</b>	<b>25,4%</b>	<b>25,4%</b>	<b>25,4%</b>	45%	30,8	19,0%	29,0%
Enterprise value		36,2	57,2	69,0	79,9	91,1	50%	25,3	23,5%	33,5%
							55%	19,9	28,9%	38,9%
							60%	14,5	36,0%	46,0%
							65%	9,0	46,4%	56,4%
							70%	3,6	63,6%	73,6%

di tali *asset* (si assuma un *brand*) è stimato come multiplo delle vendite. Dovranno essere poi inseriti i costi di liquidazione, esterni (*advisory* e altro) e interni (compresi i costi di funzionamento “minimale”, atti a favorire il processo liquidatorio), rapportati, nel nostro esempio, al valore lordo degli *asset*.

Il confronto tra EV ed LV si pone, *in primis*, alla data di valutazione e deve riguardare non solo il valore (comples-

sivo) degli *asset* aziendali, ma anche quello delle diverse posizioni dei creditori (e azionisti). In teoria (e in pratica) la continuità dovrebbe essere la soluzione migliore in presenza di EV maggiore di LV per tutti i soggetti coinvolti. Su questo si tornerà al seguito, dopo avere stimato il valore del debito e dell'*equity*. Per ora ci si sofferma sul confronto tra EV e LV a livello di *asset*, ove si manifesta, nel nostro caso, una situazione di convenienza alla conti-

BASE						BEST						WORST					
0	1	2	3	4	5	0	1	2	3	4	5	0	1	2	3	4	5
123,6	128,5	135,0	141,7	148,8		126,0	133,6	142,9	152,9	163,6		116,4	112,9	109,5	106,2	103,0	
3,6	6,4	9,4	12,8	14,9		7,2	9,3	12,9	16,8	19,6		-3,6	-2,3	-1,1	0,0	0,0	
-2,7	0,2	3,3	6,9	9,2		0,9	3,1	6,7	10,9	13,9		-9,9	-8,5	-7,1	-5,6	-5,3	
0,0	0,0	-0,3	-1,4	-2,8		0,0	-0,3	-0,7	-2,2	-4,2		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
0,0%	0,0%	10,0%	20,0%	30,0%		0,0%	10,0%	10,0%	20,0%	30,0%		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
-2,7	0,2	3,0	5,5	6,5		0,9	2,8	6,0	8,7	9,7		-9,9	-8,5	-7,1	-5,6	-5,3	
-3,3	1,5	1,3	1,5	1,8		-4,1	0,7	0,5	0,8	1,1		-6,6	1,4	1,4	1,3	1,3	
6,3	6,2	6,1	5,8	5,6		6,3	6,3	6,1	5,9	5,7		6,3	6,2	6,0	5,6	5,3	
-6,2	-5,1	-4,0	-4,3	-4,5		-6,3	-5,3	-4,3	-4,6	-4,9		-5,8	-4,5	-3,3	-3,2	-3,1	
-6,0	0,0	0,0	0,0	0,0		-6,0	0,0	0,0	0,0	0,0		-6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
-11,8	2,8	6,3	8,6	9,4		-9,2	4,4	8,4	10,9	11,7		-22,0	-5,4	-3,0	-1,9	-1,8	
2,1	2,3	2,4	2,4	2,0		2,1	2,3	2,3	2,3	1,9		2,1	2,4	2,6	2,7	2,9	
0,0%	0,0%	10,0%	20,0%	30,0%		0,0%	10,0%	10,0%	20,0%	30,0%		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
0,0	0,0	0,2	0,5	0,6		0,0	0,2	0,2	0,5	0,6		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
-11,8	2,8	6,6	9,1	10,0		-9,2	4,6	8,7	11,3	12,3		-22,0	-5,4	-3,0	-1,9	-1,8	
				7,0x						8,0x							5,0x
10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
73,6	92,8	99,3	102,7	103,8	104,2	114,9	135,5	144,5	150,3	154,0	157,1	-29,1	-10,0	-5,7	-3,2	-1,7	0,0

nuità, che deve essere, ovviamente, negoziata e condivisa con i diversi investitori coinvolti in RP (quali creditori e azionisti, attuali e potenziali).

Anche in una situazione iniziale di convenienza alla continuità, LV potrebbe essere rilevante in prospettiva futura, in presenza di una dinamica sfavorevole di RP. In altri termini, è necessario considerare, alla data di valutazione, la presenza o meno dell'opzione di liquidazione lungo il periodo di piano, che dovrebbe essere valorizzata a integrazione di EV. Di questo si tiene conto nel nostro esempio, partendo dalla dinamica evolutiva di LV, nei diversi scenari di continuità.

Dato LV (nella sua dinamica evolutiva), è possibile stimare il valore degli *asset* in presenza dell'opzione di liquidazione ( $EV_L$ ), confrontando anno per anno EV con LV (figura 12).

Nel nostro esempio, si assume che si proceda alla liquidazione in presenza di LV maggiore di EV, circostanza che si verificherebbe, nello scenario *worst*, alla fine del primo anno di piano (in realtà, anche al tempo 0 in questo scenario, ma, in base al valore atteso, la liquidazione non sarebbe, come si è detto, conveniente al tempo 0).

In alternativa, si potrebbe assumere di procedere con la liquidazione quando, si verificano due condizioni:  $LV > EV$  e la liquidità sia esaurita (senza possibilità di accesso a nuovo debito). Si tratta di un passaggio critico, che

ovviamente ha effetti negativi soprattutto sul valore del debito in essere. Posto, però, che, in molti casi (come nel nostro esempio), la maggior parte della cassa iniziale deriva dal versamento di capitale a cura degli azionisti, è realistico pensare che essi tendano a perseguire nel funzionamento fino a che la cassa lo consenta, sperando che le circostanze evolvano poi favorevolmente (e tenuto conto del fatto che tale comportamento peggiorerebbe solo la posizione dei creditori, essendo il valore dell'*equity* già scomparso). Nel nostro esempio, nello scenario *worst*, la liquidità si esaurirebbe nel corso del secondo anno, con limitato impatto sul valore di questa "dilazione".

La stima di  $EV_L$  deriva dalla attualizzazione dei flussi di cassa operativi, ponendo il *terminal value* pari a LV quando esso sia previsto superiore a EV (fine del primo anno nello scenario sfavorevole nel nostro caso). Il valore dell'opzione di liquidazione è stimato pari al differenziale tra  $EV_L$  ed EV. Nei casi in cui LV risulti al tempo 0 molto limitato (tenuto conto dei costi e dei tempi di liquidazione) e/o la sua dinamica evolutiva negli scenari sfavorevoli sia molto negativa, questo passaggio è comunque rilevante in presenza di flussi di cassa di funzionamento negativi (come nel nostro e in molti casi), poiché l'esercizio dell'opzione di liquidazione limita l'impatto negativo sul valore (iniziale) del capitale dello scenario *worst*, qualora questo manifesti un EV negativo. Si fa notare, peraltro, che un tale scenario (*worst*) non potrebbe permanere senza possibilità di accedere a nuova finanza per sostenere il *going concern*. Di qui il possibile limite massimo al tempo di sopravvivenza dato dalla liquidità disponibile.

FIG. 11 FASHION Co.: VALORE DI LIQUIDAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO

€ milioni	Atteso						BASE					
	0	1	2	3	4	5	0	1	2	3	4	5
Capitale circolante	40,0	44,7	43,3	42,0	40,7	39,1	40,0	43,3	41,8	40,5	39,0	37,2
Sconto di liquidazione	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Valore di liquidazione del circolante	8,0	8,9	8,7	8,4	8,1	7,8	8,0	8,7	8,4	8,1	7,8	7,4
Capitale fisso	50,0	49,8	48,5	46,2	44,3	42,7	50,0	49,9	48,8	46,8	45,2	44,0
Sconto di liquidazione	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
Valore di liquidazione del capitale fisso*	17,5	17,4	17,0	16,2	15,5	14,9	17,5	17,5	17,1	16,4	15,8	15,4
Altri asset (non a bilancio)**	12,0	11,6	13,8	16,4	19,3	22,4	12,0	14,8	18,0	21,6	25,5	29,8
Costi di liquidazione***	-10,8	-11,2	-10,9	-10,4	-10,0	-9,7	-10,8	-11,1	-10,8	-10,4	-10,0	-9,7
<b>Valore di liquidazione del capitale investito</b>	<b>26,8</b>	<b>26,8</b>	<b>28,6</b>	<b>30,6</b>	<b>32,8</b>	<b>35,5</b>	<b>26,8</b>	<b>29,9</b>	<b>32,7</b>	<b>35,7</b>	<b>39,1</b>	<b>42,9</b>
*Con ipoteca a favore del debito senior												
**Valuazione basata su:												
- Multiplo sulle vendite	10,0%	9,6%	11,3%	13,1%	15,0%	17,0%	10%	12%	14%	16%	18%	20%
- Ricavi di vendita	120,0	120,9	122,7	125,5	128,5	131,8	120,0	123,6	128,5	135,0	141,7	148,8
*** Sul valore lordo degli asset	10%	107,5	111,9	108,7	104,4	96,8	107,5	110,7	107,7	103,6	100,0	96,6

FIG. 12 FASHION Co.: ENTERPRISE VALUE (EV) CON OPZIONE DI LIQUIDAZIONE

€ milioni	ATTESO (EXPECTED)						BASE					
	0	1	2	3	4	5	0	1	2	3	4	5
Free cash flow con scudo fiscale sul debito netto		-15,7	1,8	4,1	5,7	6,2		-11,8	2,8	6,6	9,1	10,0
Enterprise value	36,2	55,5	61,4	64,6	66,1	67,3	73,6	92,8	99,3	102,7	103,8	104,2
Liquidation value	26,8	26,8	28,6	30,6	32,8	35,5	26,8	29,9	32,7	35,7	39,1	42,9
(Cassa)/Debito (ante liquidazione)	-28,0	-11,4	-10,4	-12,7	-13,9	-3,9	-28,0	-15,2	-16,8	-22,3	-25,4	-7,7
Terminal value		8,5				67,3						104,2
Costo del capitale		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>EV con opzione di liquidazione</b>	<b>47,6</b>	<b>68,0</b>	<b>63,7</b>	<b>65,9</b>	<b>66,8</b>	<b>67,3</b>	<b>73,6</b>	<b>92,8</b>	<b>99,3</b>	<b>102,7</b>	<b>103,8</b>	<b>104,2</b>
Valore dell'opzione di liquidazione	11,3						0,0					

FIG. 13 FASHION Co.: ENTERPRISE VALUE (DCF SU FLUSSI PREVISTI)

€ milioni	BASE						Analisi di sensitività			
	0	1	2	3	4	5	Default probability	Enterprise value	Distress premium	Adj cost of capital
EBITDA		3,6	6,4	9,4	12,8	14,9	47,6	10%		
Free cash flow con scudo fiscale sul debito netto		-11,8	2,8	6,6	9,1	10,0	20%	63,7	3,0%	13,0%
Multiplo EBITDA alla fine del piano						7,0x	25%	59,6	4,5%	14,5%
Costo del capitale (ex CAPM)		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	30%	55,6	5,9%	15,9%
Distress premium		9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	35%	51,6	7,6%	17,6%
<b>Costo del capitale rettificato</b>		<b>19,3%</b>	<b>19,3%</b>	<b>19,3%</b>	<b>19,3%</b>	<b>19,3%</b>	<b>40%</b>	<b>47,6</b>	<b>9,3%</b>	<b>19,3%</b>
EV con opzione di liquidazione	47,6	68,7	79,2	87,9	95,7	104,2	45%	43,5	11,3%	21,3%
							50%	39,5	13,4%	23,4%
							55%	35,5	15,8%	25,8%
							60%	31,5	18,5%	28,5%
							65%	27,4	21,6%	31,6%
							70%	23,4	25,2%	35,2%

BEST						WORST					
0	1	2	3	4	5	0	1	2	3	4	5
40,0	44,1	43,4	42,9	42,1	40,9	40,0	46,6	45,2	43,8	42,5	41,2
80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
8,0	8,8	8,7	8,6	8,4	8,2	8,0	9,3	9,0	8,8	8,5	8,2
50,0	50,1	49,1	47,3	46,0	45,1	50,0	49,6	47,9	45,2	42,7	40,5
65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
17,5	17,5	17,2	16,5	16,1	15,8	17,5	17,3	16,8	15,8	15,0	14,2
12,0	18,9	26,7	35,7	45,9	57,3	12,0	5,8	5,6	5,5	5,3	5,2
-10,8	-11,2	-11,0	-10,7	-10,4	-10,2	-10,8	-11,3	-11,0	-10,5	-10,0	-9,6
<b>26,8</b>	<b>34,1</b>	<b>41,6</b>	<b>50,2</b>	<b>60,0</b>	<b>71,1</b>	<b>26,8</b>	<b>21,1</b>	<b>20,5</b>	<b>19,6</b>	<b>18,7</b>	<b>18,0</b>
10%	15%	20%	25%	30%	35%	10%	5%	5%	5%	5%	5%
120,0	126,0	133,6	142,9	152,9	163,6	120,0	116,4	112,9	109,5	106,2	103,0
107,5	111,7	109,7	106,7	104,1	101,8	107,5	113,5	109,8	104,8	100,2	95,9

BEST						WORST					
0	1	2	3	4	5	0	1	2	3	4	5
	<b>-9,2</b>	<b>4,6</b>	<b>8,7</b>	<b>11,3</b>	<b>12,3</b>						<b>-22,0</b>
114,9	135,5	144,5	150,3	154,0	157,1	-29,1	-10,0				
26,8	34,1	41,6	50,2	60,0	71,1	26,8	21,1				
-28,0	-17,8	-21,4	-29,0	-34,3	-30,9	-28,0	-5,0	0,3			
				157,1			21,1				
	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%		10,0%				
<b>114,9</b>	<b>135,5</b>	<b>144,5</b>	<b>150,3</b>	<b>154,0</b>	<b>157,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>21,1</b>				
0,0						28,3					

Alla fine della trattazione si svolge, perciò, una simulazione sui valori di sintesi del capitale in presenza di LV pari a 0, da cui emerge il valore comunque positivo dell'opzione di liquidazione.

Data la rilevanza dell'opzione di liquidazione, è possibile simulare il premio per il rischio specifico (SRP) ad integrazione del costo del capitale (da utilizzarsi per l'eventuale attualizzazione dei flussi previsti e non di quelli attesi), riproponendo, quindi, in figura 13, le stime di figura 10. È evidente che, tanto più elevato risulti LV, tanto minore sarà SRP, a parità di altre condizioni. SRP sconta, pertanto, non solo la distanza tra i flussi di cassa generati nei diversi scenari evolutivi del funzionamento aziendale, ma anche la presenza dell'opzione di liquidazione e dei suoi caratteri (valore iniziale e dinami-

ca del valore degli *asset* in liquidazione).

## Il valore del debito

Il valore del debito dipende dai flussi di cassa ad esso associati (*cash flow to debt*, CFD), distinti per classe di debito. Si parte, perciò, dal debito a più elevato livello di *seniority* (DIP *financing*) e se ne proiettano i flussi di cassa previsti nei diversi scenari (figura 14), integrati da quelli derivanti dalla potenziale liquidazione degli *asset*. In caso di liquidazione, si assume che gli *asset* fissi (esclusi quelli non contabilizzati) siano stati oggetto di garanzia (pegno) a favore del debito *senior* (che avrà, perciò, diritto a tali flussi in via privilegiata anche rispetto al DIP in prededuzione).

Per tradurre i flussi in valore è necessario introdurre il rendimento atteso (costo) del debito, che è qui proposto sempre in ambiente CAPM (coerentemente con la stima di EV). Il Beta del debito può essere estrapolato da indicazioni relative a titoli obbligazionari con livello di *rating* basso<sup>23</sup>. Il valore del debito è, quindi, dato dal valore attuale dei CFD attesi al costo del capitale (via CAPM). I CFD attesi si discostano da quelli previsti, dato che subiscono il rischio del realizzarsi di eventi negativi (riflessi nello

scenario peggiore) e non beneficiano dell'*upside*

inso in nello scenario migliore. Questo effetto per la prima classe di debito è limitato (ma non annullato) dalla presenza dell'opzione di liquidazione (che va, però, in parte, a favore del *senior*, per la presenza del pegno sul capitale fisso).

A partire dai CFD previsti può essere calcolato il premio per il rischio di *default* da applicare a tali flussi, secondo il medesimo procedimento utilizzato per la stima di SRP a livello di EV.

Si osserva che il valore del DIP risulta (leggermente) più alto rispetto al nominale. Questo è da ascrivere alla circostanza che il tasso di remunerazione previsto sul DIP è più elevato del costo (*fair*) del capitale.

Quest'ultimo valore<sup>24</sup> può essere concepito secondo due prospettive:

<sup>23</sup> I valori di beta del debito inseriti nel nostro esempio sono ispirati da quanto esposto in Duff & Phelps (2016), Appendix 3b. Si richiamano i valori riportati (media rilevazioni trimestrali 2014 e 2015), per

classe di rating Moody's: B, 0,54; Caa, 0,79; Ca-D, 0,88.

<sup>24</sup> Utile anche per la stima del valore *fair* del debito a bilancio secondo gli IFRS.

FIG. 14 FASHION Co.: VALORE DEL DIP

€ milioni	ATTESO (EXPECTED)						BASE					
	0	1	2	3	4	5	0	1	2	3	4	5
Valore nominale	10,0	10,6	11,3	12,1	9,9	5,8	10,0	10,6	11,2	11,9	7,6	0,0
Costo del debito (nominale)	8,0%						8,0%					
Flusso di cassa al debito		0,2	0,1	0,1	3,1	4,9		0,2	0,2	0,2	5,2	8,2
EV <sub>L</sub> + Cash	75,6	79,4	74,1	78,5	80,7	71,1	101,6	108,0	116,2	125,0	129,2	111,9
(EV <sub>L</sub> - Fixed assets) + Cash						64,7						96,5
Terminal value del debito		3,5				0,0						0,0
IRS 5 anni		1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Beta del debito		0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Premio per il rischio del debito (ex CAPM)		2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Costo del debito (ex CAPM)		3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
<b>Valore del debito</b>	<b>10,7</b>	<b>10,9</b>	<b>7,5</b>	<b>7,6</b>	<b>4,8</b>	<b>0,0</b>	<b>12,1</b>	<b>12,3</b>	<b>12,5</b>	<b>12,7</b>	<b>8,0</b>	<b>0,0</b>
Flussi di cassa al debito (CFD) previsti		0,2	0,2	0,2	5,2	8,2						
Default premium		5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%						
Costo del debito (fair value su CFD previsti)		6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%						
<b>Valore del debito</b>	<b>10,7</b>	<b>11,2</b>	<b>11,7</b>	<b>12,2</b>	<b>7,7</b>	<b>0,0</b>						

FIG. 15 FASHION Co.: VALORE DEL DEBITO SENIOR

€ milioni	ATTESO (EXPECTED)						BASE					
	0	1	2	3	4	5	0	1	2	3	4	5
Valore nominale	35,0	35,0	35,4	35,9	36,3	15,8	35,0	35,0	35,0	35,0	35,0	0,0
Costo del debito (nominale)	3,0%						3,0%					
Flusso di cassa al debito		1,1	0,6	0,6	0,6	21,6		1,05	1,05	1,05	1,05	36,1
EV <sub>L</sub> + Cash	64,8	68,4	66,5	70,9	76,0	71,1	89,5	95,7	103,6	112,2	121,2	111,9
Terminal value del debito		6,9				3,0						5,0
IRS 5 anni		1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Beta del debito		0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Premio per il rischio del debito (ex CAPM)		3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Costo del debito (ex CAPM)		3,1%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
<b>Valore del debito</b>	<b>27,0</b>	<b>26,8</b>	<b>20,1</b>	<b>20,4</b>	<b>20,7</b>	<b>0,0</b>	<b>32,7</b>	<b>33,1</b>	<b>33,6</b>	<b>34,0</b>	<b>34,5</b>	<b>0,0</b>
Flussi di cassa al debito (CFD) previsti		1,05	1,05	1,05	1,05	36,1						
Default premium		7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%						
Costo del debito (fair value su CFD previsti)		8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%						
<b>Valore del debito</b>	<b>27,0</b>	<b>28,3</b>	<b>29,8</b>	<b>31,4</b>	<b>33,1</b>	<b>0,0</b>						

- Se riferito ai flussi attesi, si tratta del costo (o rendimento normale) del debito stimato via CAPM.
- Se applicato ai flussi previsti, è dato dal *risk free rate* più il *default premium* (stimato secondo le logiche sopra esposte e illustrate in figura 14).

Utile osservare che nella pratica è la seconda prospettiva quella più utilizzata, in quanto riflette il processo di *pricing* del debito, ove si negoziano tassi nominali da applicare ai flussi previsti.

A livello DIP, corrispondentemente a un valore del debito superiore al nominale, si evidenzia un costo del capitale (inteso nella seconda prospettiva, come rendi-

mento richiesto sui flussi previsti) inferiore al rendimento nominale.

Nella medesima logica sono stimati il valore e il *default premium* per il debito *senior* (figura 15) e il debito *junior* (figura 16).

L'opzione di liquidazione rileva per il valore del debito *senior* (detentore anche del pegno), mentre non impatta sul debito *junior* (per il quale non residua alcun flusso derivante dalla liquidazione).

Sul debito *senior* e *junior* si manifesta, nel nostro esempio (e in molti casi concreti), un differenziale significativo tra valore economico e valore nominale (anche dopo lo stral-

BEST						WORST					
0	1	2	3	4	5	0	1	2	3	4	5
10,0	10,6	11,2	11,9	7,6	0,0	10,0	10,6				
8,0%						8,0%					
	0,2	0,2	0,2	5,2	8,2		0,2				
142,9	153,4	165,8	179,2	188,3	187,9	27,2	26,2				
				172,1			8,8				
				0,0			8,8				
	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%		1,0%				
	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50		0,50				
	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%		2,5%				
	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%		3,5%				
<b>12,1</b>	<b>12,3</b>	<b>12,5</b>	<b>12,7</b>	<b>8,0</b>	<b>-0,0</b>	<b>8,7</b>	<b>8,8</b>				

BEST						WORST					
0	1	2	3	4	5	0	1	2	3	4	5
35,0	35,0	35,0	35,0	35,0	0,0	35,0	35,0				
3,0%						3,0%					
	1,05	1,05	1,05	1,05	36,1		1,05				
130,8	141,1	153,3	166,5	180,3	187,9	18,5	17,3				
				5,0			17,3				
	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%						
	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70						
	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%						
	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%		-0,6%				
<b>32,7</b>	<b>33,1</b>	<b>33,6</b>	<b>34,0</b>	<b>34,5</b>	<b>0,0</b>	<b>18,5</b>	<b>17,3</b>				

cio previsto nella manovra finanziaria). Questo dipende, ovviamente, dalle nostre assunzioni e in particolare dal fatto che il tasso di interesse richiesto sul debito è inferiore al suo *fair value*.

Si fa notare che, nello scenario *worst*, il debito *senior* assume sostanzialmente la natura di *equity*, nel senso che diviene il destinatario dei flussi residuali generati dall'impresa (valore di liquidazione incluso). In questo caso, il suo costo non può che essere stimato come rendimento (atteso) residuale (così come l'*equity*), secondo la formulazione esposta in Appendice 1. La stima del costo da applicare ai flussi attesi si complica di conseguenza, rappresentando la media (ponderata) del costo del debito

considerato nei diversi scenari, secondo quanto esemplificato in figura 15.

Inutile osservare che la nostra esposizione, per quanto complicata, appare semplificata rispetto a situazioni reali, ove le classi di debito sono in genere più numerose e le dinamiche (condizioni di rimborso, maturazione e distribuzione degli interessi e diritti sui valori di liquidazione degli *asset*) più articolate. Si tratta di elementi gestibili in via analitica, lungo le linee qui esposte (o similari).

### Il valore dell'*equity*

Il valore che compete agli azionisti può essere dedotto, in via residuale, come differenza tra il valore delle attività ( $EV_L$ ) e quello del debito ( $D$ ), tenuto conto della liquidità disponibile alla data di valutazione. L'*equity value* deve essere poi distinto per le diverse categorie di azionisti, riflettendo quanto previsto nella *waterfall* (figura 6). Per questo passaggio si suggerisce, in prima istanza, il procedimento semplificato esposto in figura 17.

Si parte dalla stima del costo dell'*equity* ( $K_E$ ) pari al tasso di attualizzazione che eguaglia il valore attuale dei flussi di cassa all'*equity* (FCFE) complessivi al valore attuale dell'*equity* (stimato in via residuale). Si individuano, quindi, i FCFE destinati ai vari strati del capitale, per calcolarne il valore attuale a  $K_E$ .

Osservando i risultati, emerge che il valore dell'*equity* per gli azionisti "per cassa" è maggiore dell'investimento iniziale, con la conseguente presenza di un tasso interno di rendimento (IRR) superiore a  $K_E$ . Tale IRR può essere calcolato e apprezzato, sia in relazione ai flussi attesi, sia ai flussi previsti (prospettiva privilegiata nella prassi).

Come per EV, anche a livello di *equity* può essere stimato il costo del capitale comprensivo del premio per il rischio specifico, partendo dai FCFE previsti e derivandone il tasso di attualizzazione che eguaglia il loro valore attuale a quello stimato sui FCFE attesi. Il calcolo è proposto in figura 17 sui FCFE complessivi (quindi riferito all'*equity* totale) e sui FCFE destinati agli azio-

FIG. 16 FASHION Co.: VALORE DEL DEBITO JUNIOR

	ATTESO (EXPECTED)						BASE					
	0	1	2	3	4	5	0	1	2	3	4	5
Valore nominale	18,0	18,5	19,1	19,7	20,3	0,0	18,0	18,5	19,1	19,7	20,3	0,0
Costo del debito (nominale)	3,0%						3,0%					
Flusso di cassa al debito		0,0	0,0	0,0	0,0	12,5		0,0	0,0	0,0	0,0	20,9
EV <sub>L</sub> + Cash	37,8	41,6	46,4	50,5	55,3	71,1	56,8	62,6	70,1	78,2	86,7	111,9
Terminal value del debito		0,0				0,0						0,0
IRS 5 anni		1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%		1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Beta del debito		1,00	1,00	1,00	1,00	1,00		1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premio per il rischio del debito (ex CAPM)		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Costo del debito (ex CAPM)		6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%		6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
<b>Valore del debito</b>	<b>9,4</b>	<b>9,9</b>	<b>10,5</b>	<b>11,1</b>	<b>11,8</b>	<b>0,0</b>	<b>15,6</b>	<b>16,5</b>	<b>17,5</b>	<b>18,6</b>	<b>19,7</b>	<b>0,0</b>
Flussi di cassa al debito (CFD) previsti		0,0	0,0	0,0	0,0	20,9						
Default premium		16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%						
Costo del debito (fair value su CFD previsti)		17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%						
<b>Valore del debito</b>	<b>9,4</b>	<b>11,0</b>	<b>12,9</b>	<b>15,1</b>	<b>17,8</b>	<b>0,0</b>						

FIG. 17 FASHION Co.: VALORE DELL'EQUITY

	ATTESO (EXPECTED)						BASE					
	0	1	2	3	4	5	0	1	2	3	4	5
EV con opzione di liquidazione	47,6	68,0	63,7	65,9	66,8	67,3	73,6	92,8	99,3	102,7	103,8	104,2
(Cassa)/debito	-28,0	-11,4	-10,5	-14,0	-16,0	-6,7	-28,0	-15,2	-16,8	-22,3	-25,4	-7,7
<b>EV<sub>L</sub> + Cassa</b>	<b>75,6</b>	<b>79,4</b>	<b>74,2</b>	<b>79,9</b>	<b>82,8</b>	<b>74,0</b>	<b>101,6</b>	<b>108,0</b>	<b>116,2</b>	<b>125,0</b>	<b>129,2</b>	<b>111,9</b>
Valore del DIP	10,7	10,9	7,5	7,6	4,8	0,0	12,1	12,3	12,5	12,7	8,0	0,0
Valore del debito senior	27,0	26,8	20,1	20,4	20,7	0,0	32,7	33,1	33,6	34,0	34,5	0,0
Valore del debito junior	9,4	9,9	10,5	11,1	11,8	0,0	15,6	16,5	17,5	18,6	19,7	0,0
Nuovo debito alla fine del piano						23,4						37,2
<b>Valore del debito</b>	<b>47,1</b>	<b>47,6</b>	<b>38,2</b>	<b>39,2</b>	<b>37,3</b>	<b>23,4</b>	<b>60,4</b>	<b>62,0</b>	<b>63,6</b>	<b>65,3</b>	<b>62,1</b>	<b>37,2</b>
<b>Valore dell'equity</b>	<b>28,4</b>	<b>31,7</b>	<b>36,0</b>	<b>40,7</b>	<b>45,5</b>	<b>50,6</b>	<b>41,2</b>	<b>46,0</b>	<b>52,5</b>	<b>59,6</b>	<b>67,0</b>	<b>74,7</b>
Free cash flow all'equity (FCFE)	-28,4	0,00	0,00	0,00	0,00	50,6	-41,2	0,0	0,0	0,0	0,0	74,7
Costo implicito dell'equity	12,2%						12,6%					
<b>Equity waterfall</b>												
Flusso di cassa all'equity (FCFE)		0,0	0,0	0,0	0,0	50,6		0,0	0,0	0,0	0,0	74,7
<b>Equity da aumento "per cassa"</b>	<b>21,0</b>					<b>37,3</b>	<b>31,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>57,3</b>
FCFE azionisti "per cassa"	-20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	37,3	-20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	57,3
Tasso di rendimento	13,3%						23,4%					
<b>Equity da stralcio debito senior</b>	<b>2,7</b>					<b>4,8</b>	<b>3,4</b>					<b>6,2</b>
<b>Equity da stralcio debito jnior</b>	<b>4,8</b>					<b>8,5</b>	<b>6,1</b>					<b>11,1</b>
Valore dell'equity	28,4						41,2					
FCFE previsto		0,0	0,0	0,0	0,0	74,7						
Distress premium	9,1%											
<b>Costo dell'equity (fair value su FCFE previsto)</b>	<b>21,3%</b>											
Valore dell'equity	28,4											
FCFE previsto azionisti "per cassa"		0,0	0,0	0,0	0,0	57,3						
Distress premium	10,0%											
<b>Costo dell'equity (fair value su FCFE previsto)</b>	<b>22,2%</b>											
Valore dell'equity azionisti "per cassa"	21,0											

BEST						WORST					
0	1	2	3	4	5	0	1	2	3	4	5
18,0	18,5	19,1	19,7	20,3	0,0	18,0	18,5				
3,0%						3,0%					
	0,00	0,00	0,00	0,00	20,9		0,0				
98,1	107,9	119,8	132,5	145,8	187,9	0,0	0,0				
					0,0		0,0				
	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%		1,0%				
	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00		1,00				
	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%		5,0%				
	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%		6,0%				
<b>15,6</b>	<b>16,5</b>	<b>17,5</b>	<b>18,6</b>	<b>19,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>				

BEST						WORST					
0	1	2	3	4	5	0	1	2	3	4	5
114,9	135,5	144,5	150,3	154,0	157,1	-0,8	21,1				
-28,0	-17,8	-21,4	-29,0	-34,3	-30,9	-28,0	-5,0				
<b>142,9</b>	<b>153,4</b>	<b>165,8</b>	<b>179,2</b>	<b>188,3</b>	<b>187,9</b>	<b>27,2</b>	<b>26,2</b>				
12,1	12,3	12,5	12,7	8,0	-0,0	8,7	8,8				
32,7	33,1	33,6	34,0	34,5	0,0	18,5	17,3				
15,6	16,5	17,5	18,6	19,7	-0,0	0,0	0,0				
					49,1						
<b>60,4</b>	<b>62,0</b>	<b>63,6</b>	<b>65,3</b>	<b>62,1</b>	<b>49,1</b>	<b>27,2</b>	<b>26,2</b>				
<b>82,5</b>	<b>91,4</b>	<b>102,2</b>	<b>113,9</b>	<b>126,1</b>	<b>138,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>				
-82,5	0,0	0,0	0,0	0,0	138,9	0,0	0,0				
11,0%						n.s.					
	0,0	0,0	0,0	0,0	138,9		0,0				
<b>53,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>89,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>				
-20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	89,4	-20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
34,9%						n.s.					
<b>10,6</b>					<b>17,8</b>	<b>0,0</b>					
<b>18,8</b>					<b>31,6</b>	<b>0,0</b>					
82,5						0,0					

nisti che apportano nuova finanza.

A questo punto, è anche possibile stimare  $K_E$  differenziato nei vari anni di piano, rielaborando i valori finora ottenuti secondo sempre la formulazione in Appendice 1, applicata in figura 18.

Il valore dell'*equity* - ottenuto in via diretta come valore

attuale (a  $K_E$ ) dei FCFE - corrisponde a quello prima stimato (in via residuale) come  $EV_L$  meno D. Questo passaggio non aggiunge, quindi, contenuto informativo, ma appare utile anche per un controllo di correttezza applicativa del metodo proposto.

### Sintesi valutative

Giunti a questo punto, si espongono i principali risultati ottenuti (figura 19), riferiti solo ai valori attesi.

*In primis* si riprendono i valori (contabili) pre e post ristrutturazione, per poi esporne i valori economici elaborati nel DCF per scenari, assumendo la condizioni (chiave) di accettazione di RP.

EV risulta, nel nostro esempio, inferiore al valore contabile del capitale investito, anche considerando il valore dell'opzione di liquidazione<sup>25</sup>. Il valore del debito, rispetto al nominale, risulta (leggermente) superiore per la nuova finanza e a sconto per il debito *senior* e *junior* (post *write-off*), anche se in parte compensato dal valore dei diritti sull'*equity*. Per quest'ultimo, il valore per gli azionisti che apportano cassa è maggiore del nominale (cioè il rendimento loro prospettato è superiore al costo del capitale), mentre quello dei creditori è decisamente inferiore al suo nominale, dato dal *write-off* del debito.

A latere dei valori che sintetizzano il percorso valutativo finora seguito, si riportano i valori in presenza di LV pari a 0 al tempo 1 (che rende comunque conveniente l'avvio della liquidazione nello scenario *worst*, con un conseguente valore positivo di tale opzione, per quanto ampiamente ridotto).

I valori di continuità così sintetizzati possono (devono) essere confrontati con quelli di liquidazione al tempo 0 (esposti sempre in figura 19), cioè prima dell'avvio di RP (con i conseguenti apporti di nuova finanza). Per giudicare la convenienza alla continuità è necessario confrontare il valore del capitale comprensivo dell'opzione di liquida-

25 Questo pone un tema di svalutazione (*impairment*) degli *asset* a bilancio (qui non evidenziata).

FIG. 18 FASHION Co.: VALORE DELL'EQUITY (VIA FCFE/ $K_e$ )

	ATTESO (EXPECTED)					BASE						
	0	1	2	3	4	5	0	1	2	3	4	5
Free cash flow to equity (FCFE)		0,0	0,0	0,0	0,0	50,6		0,0	0,0	0,0	0,0	74,7
Costo del capitale ( $K_e$ )		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Costo del DIP		3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%		3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Costo del SD		3,1%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%		4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Cost del JD		6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%		6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Cost del debito (medio)		3,8%	4,6%	4,7%	4,7%	4,8%		4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,8%
Costo (rendimento) della cassa		1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%		1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Costo dell'equity (ex CAPM)		11,5%	13,6%	13,0%	12,0%	11,1%		11,7%	14,2%	13,5%	12,4%	11,4%
<b>Valore dell'equity (PV di FCFE)</b>		<b>28,4</b>	<b>31,7</b>	<b>36,0</b>	<b>40,7</b>	<b>45,5</b>	<b>41,2</b>	<b>46,0</b>	<b>52,5</b>	<b>59,6</b>	<b>67,0</b>	<b>74,7</b>

FIG. 19 FASHION Co.: SINTESI DEI VALORI

	Valore nominale		Valore	Sconto / Premio	Con LV al tempo 1 = 0		Liquidazione al tempo 0		
	Pre-ristr	Post-ristr			Valore	Sconto / Premio	Valore	Sconto / Premio	Valore
Capitale investito	90,0	90,0							
Enterprise value			36,2		36,2				
<b>Valore di liquidazione</b>			<b>26,8</b>		<b>0,0</b>			<b>26,8</b>	
Opzione di liquidazione			11,3		3,6				
<b>EV con opzione di liquidazione</b>			<b>47,6</b>		<b>39,9</b>				
Cassa	4,0	28,0	28,0		28,0			4,0	
<b>Debito</b>	<b>101,0</b>	<b>63,0</b>	<b>47,1</b>	<b>-25%</b>	<b>39,4</b>	<b>-37%</b>		<b>30,8</b>	<b>-51%</b>
- DIP	6,0	10,0	10,7	7%	9,3	-7%		6,0	0%
- Senior	50,0	35,0	27,0	-23%	20,8	-41%		24,8	-29%
- Junior	45,0	18,0	9,4	-48%	9,4	-48%		0,0	
<b>Equity</b>	<b>-7,0</b>	<b>55,0</b>	<b>28,4</b>	<b>-48%</b>	<b>28,4</b>	<b>-48%</b>		<b>0,0</b>	
- Cassa		20,0	21,0	5%	21,0	5%			
- Senior		15,0	2,7	-82%	2,7	-82%			
- Junior		27,0	4,8	-82%	4,8	-82%			
Valore totale per i creditori attuali									
- Senior		50,0	29,7	-41%	23,5	-53%		24,8	-51%
- Junior		45,0	14,1	-69%	14,1	-69%		0,0	

zione successiva (al tempo 1 nel nostro esempio) e quello di liquidazione (al tempo 0), a livello aziendale complessivo (*asset*) e di singoli investitori (debito ed *equity*, nelle loro componenti).

Per il DIP, il valore dell'investimento si prospetta (leggermente) superiore al nominale con un conseguente (*extra*)rendimento positivo. Situazione analoga quella del (nuovo) *equity* per cassa. Per entrambi, la presenza

di un valore attuale netto (premio) positivo appare, in genere, essenziale per incentivare questo tipo di investimenti<sup>26</sup>.

A livello di debito *senior*, il valore risulta superiore a quello di liquidazione, tenendo conto del valore della componente *equity* ad esso assegnata. Il valore sarebbe inferiore a LV solo in caso di annullamento di LV post avvio di RP, ma in tal caso, occorre sottolineare,

<sup>26</sup> Di qui la posizione di alcuni (tra gli altri, Bini, 2019a) che, anche sulla base di questa considerazione (incentivo all'investimento), sostengono la necessità di introdurre un premio per il rischio specifico associato agli investimenti in *equity* (e anche in debito) nelle imprese *distressed*, utilizzabile anche nella conversione dei flussi attesi in

valore attuale. Pur condividendo le premesse di questa posizione, abbiamo qui preferito evidenziare la presenza di un *extra*-rendimento (e il corrispondente valore attuale netto positivo) come possibile esito di un percorso negoziale, volto a favorire l'accesso a nuova finanza per le imprese *distressed*.

BEST						WORST					
0	1	2	3	4	5	0	1	2	3	4	5
	0,0	0,0	0,0	0,0	138,9		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%						
	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%						
	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%						
	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%						
	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,8%						
	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%						
	10,8%	11,8%	11,4%	10,7%	10,1%						
<b>82,5</b>	<b>91,4</b>	<b>102,2</b>	<b>113,9</b>	<b>126,1</b>	<b>138,9</b>						

sarebbe irrealistico il valore di LV al tempo 0 qui stimato (e posto a confronto con il valore di continuità del *senior*).

Il debito *junior* appare, da un lato, il più colpito dallo stralcio e dalla riduzione del valore economico rispetto al nominale (anche in RP), ma, al contempo, il più favorito dalla continuità, posto che il suo valore in caso di liquidazione si annulla.

Il giudizio sul valore del capitale dell'impresa in crisi (così come in tutte le realtà aziendali) si fonda, ovviamente, sul-

la struttura del modello di calcolo e sulle premesse relative alle variabili di mercato (tra cui, *in primis*, il costo del capitale), ma dipende, in gran parte, dalle previsioni sui fondamentali dell'azienda e, quindi, sulla dinamica (attesa) dei flussi di cassa operativi. Nel DCF per scenari, scontando che numerosi soggetti (anche con competenze differenziate e interessi divergenti) abbiano svolto un accurato approfondimento sui flussi previsti, è critico il giudizio sulla probabilità di successo di RP e, quindi, sulle probabilità di accadimento assegnate allo scenario *base*.

Essenziale, quindi, l'analisi di sensitività

dei valori al variare della probabilità di successo del piano, qui evidenziata cambiando la probabilità assegnata allo scenario *worst*<sup>27</sup> (figura 20).

Ad evidenza, i valori del capitale sono molto sensibili alle probabilità di successo del piano. L'analisi dei profili di rischio - di validità e di esecuzione - del piano appare, perciò, un passo essenziale, oltre che nel giudizio sulla fattibilità del piano medesimo, anche in quello sul valore economico del capitale<sup>28</sup>.

FIG. 20 FASHION Co.: SENSITIVITÀ DEL VALORE ALLA PROBABILITÀ DI SUCCESSO DEL PIANO

	Valore nominale	Probabilità dello scenario worst							
		0,0%	10,0%	20,0%	30,0%	40,0%	50,0%	60,0%	70,0%
Enterprise value	90,0	79,8	68,9	58,0	47,1	36,2	25,5	14,5	3,6
Valore di liquidazione		26,8	26,8	26,8	26,8	26,8	26,8	26,8	26,8
Opzione di liquidazione		0,0	2,8	5,7	8,5	11,3	11,8	17,0	19,8
<b>EV con opzione di liquidazione</b>	<b>90,0</b>	<b>79,8</b>	<b>71,7</b>	<b>63,7</b>	<b>55,6</b>	<b>47,6</b>	<b>37,3</b>	<b>31,5</b>	<b>23,4</b>
Cassa	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0
<b>Debito</b>	<b>63,0</b>	<b>60,4</b>	<b>57,1</b>	<b>53,8</b>	<b>50,4</b>	<b>47,1</b>	<b>44,6</b>	<b>40,5</b>	<b>37,2</b>
- DIP	10,0	12,1	11,8	11,4	11,1	10,7	10,7	10,1	9,7
- Senior	35,0	32,7	31,3	29,9	28,4	27,0	25,3	24,2	22,8
- Junior	18,0	15,6	14,0	12,5	10,9	9,4	8,6	6,2	4,7
<b>Equity</b>	<b>62,0</b>	<b>47,4</b>	<b>42,7</b>	<b>37,9</b>	<b>33,2</b>	<b>28,4</b>	<b>20,7</b>	<b>19,0</b>	<b>14,2</b>
- Cassa	20,0	35,0	31,5	28,0	24,5	21,0	16,4	14,0	10,5
- Senior	15,0	4,5	4,0	3,6	3,1	2,7	1,6	1,8	1,3
- Junior	27,0	8,0	7,2	6,4	5,6	4,8	2,8	3,2	2,4
Valore totale per i creditori attuali									
- Senior	50,0	37,2	35,3	33,4	31,6	29,7	26,8	26,0	24,1
- Junior	45,0	23,6	21,2	18,9	16,5	14,1	11,3	9,4	7,1

27 Questo procedimento è suggerito per tenere conto più agevolmente anche dello scenario *best*, la cui probabilità di realizzazione è posta proporzionale a quello dello scenario *base*.

28 Per un sistematico approfondimento del tema critico della previsione finanziaria e del rischio ad essa associato nelle valutazioni d'azienda, si rinvia a Bini e Visciano, 2019.

## Conclusioni

In questo scritto abbiamo voluto esporre un approccio metodologico per la valutazione del capitale dell'impresa *distressed*, trattando, in particolare, il caso in cui la (potenziale) soluzione della crisi richiede profondi interventi sul profilo strategico-operativo e sulla struttura finanziaria aziendale.

La valutazione del capitale, anche in tale contesto, non può che fondarsi sui flussi di cassa attesi dalla gestione aziendale, alla luce di un piano di ristrutturazione, che costituisce anche la base su cui negoziare e raggiungere un accordo per il mantenimento o il ripristino della continuità aziendale tra i numerosi investitori (attuali e potenziali) coinvolti nel funzionamento dell'impresa.

I flussi di piano non possono, però, essere trattati alla stregua di valori deterministici, ma debbono essere rielaborati in chiave probabilistico /simulativa, evidenziandone, quindi, in via esplicita, il profilo di rischio. Questo sarà tanto più elevato, quanto più avanzato sia lo stadio di declino in atto e quanto più ampio e profondo il campo delle azioni di cambiamento atte a governarlo, alla ricerca di una nuova (o rinnovata) condizione di continuità aziendale. La proiezione per scenari – completata anche con eventuali simulazioni di tipo Monte Carlo – può essere una delle modalità tecnico-operative per trattare il tema critico del rischio insito nei flussi di cassa e nel piano di ristrutturazione su cui si fondano.

È evidente che qualsivoglia elaborazione analitica apre numerose incertezze valutative, derivanti, non solo dalle

scelte metodologiche (nel nostro caso applicazione del DCF via scenari, con una serie di accorgimenti in merito al calcolo dei flussi previsti e attesi e dei tassi di attualizzazione), ma anche (e soprattutto) dalle assunzioni e ipotesi relative al contesto competitivo, alla strategia e al modello di business dell'azienda, riflessi nel piano. Un modello relativamente semplice, ma articolato, quale quello qui presentato, consente di adattarsi alla specificità dei casi di ristrutturazione (sempre piuttosto complicati e differenziati) e di evidenziare, in modo trasparente, le assunzioni strategico-operative (nonché le decisioni di struttura finanziaria) e i loro riflessi sui valori del capitale. La presenza di eventuali riferimenti di mercato (per gli asset, il debito, l'*equity*) potrà essere utile per confrontare i valori ottenuti attraverso l'applicazione del modello valutativo, ritornando, se del caso, sulle assunzioni relative alla dinamica attesa (e prevista) dei flussi e sulla stima del costo del capitale.

Anche i riferimenti alla natura e caratteri degli *asset* aziendali potranno essere di supporto, non tanto per applicare un criterio di valutazione ispirato al valore (di costo) di tali *asset*, quanto per cogliere le potenzialità insite nel patrimonio di risorse, competenze e relazioni accumulate dall'azienda, che, opportunamente (ri)valorizzate e combinate (se del caso) con altri *asset*, sono pur sempre alla base delle possibilità di successo del progetto sul quale si fonda il valore (di continuità) del capitale aziendale, a supporto, quindi, di un percorso di ristrutturazione sempre molto sfidante.

## Appendice 1: costo dell'*equity*

Seguendo l'approccio di Modigliani e Miller (Koller et al., 2015, Appendix C), il valore "puro" delle attività ( $EV_U$ ) e il valore dello scudo fiscale del debito al netto della cassa<sup>29</sup>

(per semplicità DTS) – la cui somma rappresenta il valore delle attività (EV) - più il valore della cassa devono essere eguali al valore del debito (D) più il valore dell'*equity* (E):

$$EV_U + DTS + Cash = D + E$$

E i rendimenti attesi (costo) di tali valori devono rispettare la seguente equazione:

$$K_U \frac{EV_U}{EV + Cash} + K_{DTS} \frac{DTS}{EV + Cash} + K_{CASH} \frac{Cash}{EV + Cash} = K_D \frac{D}{EV + Cash} + K_E \frac{E}{EV + Cash}$$

Ove:

$K_U$  = costo dell'*equity* in assenza di debito

$K_{DTS}$  = costo del capitale per lo scudo fiscale del debito netto

$K_{CASH}$  = costo (rendimento) della liquidità

$K_D$  = costo del debito

$K_E$  = costo dell'*equity*

<sup>29</sup> Lo scudo fiscale si intende, quindi, stimato sugli interessi passivi al netto di quelli attivi.

Assumendo  $K_{DTS}$  eguale a  $K_U$  e articolando il debito nelle componenti DIP, *senior* e *junior*:

$$K_U \frac{EV}{EV + Cash} + K_{CASH} \frac{Cash}{EV + Cash} = K_{DIP} \frac{D_{DIP}}{EV + Cash} + K_{SD} \frac{D_s}{EV + Cash} + K_{JD} \frac{D_j}{EV + Cash} + K_E \frac{E}{EV + Cash}$$

Il costo dell'*equity* sarà dunque pari a:

$$K_E = K_U \frac{EV}{E} + K_{CASH} \frac{Cash}{E} - K_{DIP} \frac{D_{DIP}}{E} - K_{SD} \frac{D_s}{E} - K_{JD} \frac{D_j}{E}$$

Tenuto conto che:

$$EV = D + E - Cash$$

Sostituendo EV nell'equazione precedente e rielaborando, otteniamo:

$$K_E = K_U - (K_U - K_{CASH}) \frac{Cash}{E} + (K_U - K_{DIP}) \frac{D_{DIP}}{E} + (K_U - K_{SD}) \frac{D_s}{E} + (K_U - K_{JD}) \frac{D_j}{E}$$

La quale può essere ulteriormente semplificata, calcolando il costo medio ponderato del debito ( $K_D$ )<sup>30</sup>, in

$$K_E = K_U - (K_U - K_{CASH}) \frac{Cash}{E} + (K_U - K_D) \frac{D}{E}$$

Si osserva che, facendo riferimento alla posizione finanziaria netta ( $NFP = D - Cash$ ), possiamo usare allora questa equazione (con il medesimo risultato):

$$K_E = K_U + (K_U - K_{NFP}) \frac{NFP}{E}$$

Dove il costo della NFP è dato da:

$$K_{NFP} = K_D \frac{D}{NFP} - K_{CASH} \frac{Cash}{NFP}$$

**FIG. 1 APP FASHION Co.: COSTO DEL DEBITO SENIOR NELLO SCENARIO WORST**

	WORST					
	0	1	2	3	4	5
Cash	28,0					
$EV_L$	-0,8					
$EV_L + Cash$	27,2					
DIP	8,7					
SD	18,5					
$K_U$		10,0%				
$K_{JD}$			3,5%			
$K_{cash}$				1,0%		
$K_{SD} = K_E$						-0,6%

Questo "costo" della NFP è di meno immediata percezione rispetto al costo del debito. In presenza, infatti, di un notevole ammontare di cassa, esso risulta molto distante dal costo del debito.

In figura 1APP, si espongono i valori utilizzati per il calcolo del costo del debito *senior* (da assimilare all'*equity*) nello scenario *worst* alla fine del primo anno (quando si assume da esercitarsi l'opzione di liquidazione, con il valore residuale a vantaggio del *senior* medesimo).

30 Ove:  $K_D = K_{DIP} \frac{D_{DIP}}{D} + K_{SD} \frac{D_s}{D} + K_{JD} \frac{D_j}{D}$

### Riferimenti bibliografici

- ALTMAN, E. I., HOTCHKISS, E., WANG W., 2019. *Corporate Financial Distress, Restructuring, and Bankruptcy. Analyze Leveraged Finance, Distressed Debt, and Bankruptcy*. 4<sup>th</sup> edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- ARZAC E. R., 1996. Valuation of Highly Leveraged Firms. *Financial Analysts Journal*, 52 (4), 42-50.
- BINI, M., 2019a. Le valutazioni nelle crisi e nelle situazioni di insolvenza delle imprese. *La Valutazione delle Aziende*, 1 (luglio), 33-51.
- BINI, M., 2019b. Business Valuation and Bankruptcy. In: [https://www.fondazioneoiv.it/wp-content/uploads/2019/11/Speech-BINI-VIII-OIV-INT\\_CONF\\_PDF.pdf](https://www.fondazioneoiv.it/wp-content/uploads/2019/11/Speech-BINI-VIII-OIV-INT_CONF_PDF.pdf).
- BINI, M., VISCIANO, N., 2019. L'uso dell'informazione finanziaria prospettica nella valutazione delle aziende. *La Valutazione delle Aziende*, 1 (luglio), 13-25.
- BRAVO, S., 2019, The Corporate Life Cycle and the Cost of Equity, *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, 14 (1), 1-14
- BROADIE, M., CHERNOV, M., SUNDARESAN, S., 2007. Optimal Debt and Equity Values in the Presence of Chapter 7 and Chapter 11. *The Journal of Finance*, 62 (3), 1341-1377.
- BROADIE, M., KAYA, O., 2007. A Binomial Lattice Method for Pricing Corporate Debt and Modelling Chapter 11 Proceedings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42 (2), 1-34.
- CRYSTAL M., MOKAL R. J., 2006. The Valuation of Distressed Companies- A Conceptual Framework. *International Corporate Rescue*, Issues 2, 3.
- DAMODARAN, A., 2009. *Valuing Distressed and Declining Companies*. New York University, Stern School of Business.
- DUFF & PHELPS, 2016, *International Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- GILSON S.C., RUBACK A.S., HOTCHKISS E.S., 2000. Valuation of Bankrupt Firms. *The Review of Financial Studies*, 13 (1), 43-74.
- KOLLER, T., GOEDHART, M., WESSELS, D., 2015. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 6th edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- KOZIOL, C., 2014. A Simple Correction of the WACC Discount Rate for Default Risk and Bankruptcy Costs. *Review of Quantitative Finance Accounting*, 42 (4), 653-666.
- LELAND, H. E., 1994. Corporate Debt Value, Bond Covenants and Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance*, 49 (4), pp. 1213-1252.
- LELAND, H. E., TOFT, K. B., 1996. Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads. *The Journal of Finance*, 51 (3), 987-1019.
- MERTON, R. C., 1974. On the Pricing of Corporate Debt: the Risk Structure of Interest Rates. *The Journal of Finance*, 29 (2), 449-470.
- MOYER S.G, MARTIN D., MARTIN J., 2012, A Primer on Distressed Investing: Buying Companies by Acquiring Their Debt, *Journal of Applied Corporate Finance*, 24 (2), 59-76.
- RIVA P., DANОВI A., COMOLI M., GARELLI A., 2018, *Corporate Governance in Downturn Times: Detection and Alert – The New Italian Insolvency Code*, in HOLLA K, Crisis Management. Theory and Practice, Cap. 9. <https://www.intechopen.com/books/crisis-management-theory-and-practice>.
- S&P Global, 2018, Recovery Rating Criteria for Speculative-Grade Corporate Issuers. May. <https://www.maalot.co.il/Publications/CG20180528145440.pdf>
- S&P Global, 2019, Annual Global Corporate Default and Rating Transition Study. April. <https://www.spratings.com/documents/20184/7-74196/2018AnnualGlobalCorporateDefaultAndRatingTransitionStudy.pdf>
- VINCENZI, R., 2016, Monte Carlo Valuation, in MASSARI M., GIANFRATE G., ZANETTI L. *Corporate Valuation. Measuring the Value of Companies in Turbulent Times*, Ch. 4. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons Inc.