

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

LUGLIO
2020

VOLUME
3

2

▶ **LA VALUTAZIONE
D'AZIENDA A FINI
DI UNA LIQUIDAZIONE
FORZATA IN ASTA**

MAURO BINI

17

▶ **PRINCIPI E FORMULA
GENERALE DI VALUTAZIONE
DELLE IMPRESE A RISCHIO
DI NON SOPRAVVIVENZA**

MAURO BINI

33

▶ **30 LINEE GUIDA PER
L'IMPAIRMENT TEST DOPO
GLI EFFETTI DELLA PANDEMIA
DA COVID 19**

OIV

Direttore Onorario:

Luigi Guatri

Direttore Responsabile:

Mauro Bini (*Università Bocconi*)

Comitato Editoriale:

Gualtiero Brugger (*Università Bocconi*)

Fabio Buttignon (*Università di Padova*)

Mario Cattaneo (*Università Cattolica*)

Enrico Laghi (*Università La Sapienza*)

Raffaele Marcello (*CNDCEC*)

Piergaetano Marchetti (*Università Bocconi*)

Mario Massari (*Università Bocconi*)

Giovanni Petrella (*Università Cattolica*)

Editing and publishing a cura di



LA VALUTAZIONE D'AZIENDA A FINI DI UNA LIQUIDAZIONE FORZATA IN ASTA

DI MAURO BINI

1. Il valore di liquidazione dalle singole attività in settori in crisi ad aziende non in crisi

Con il termine “liquidazione” spesso ci si intende riferire ad una svendita. Gli anglosassoni usano il termine *fire sale*, che deriva dalle svendite di mercanzie danneggiate dagli incendi (*smoke-damaged merchandise*)¹, ancora molto frequenti nel diciannovesimo secolo negli Stati Uniti; termine ora entrato nel lessico anglosassone e riferito a qualunque tipologia di svendita (ovvero di vendita ad un prezzo significativamente scontato rispetto al valore di mercato del bene).

La liquidazione – qualunque forma assuma: liquidazione ordinata, accelerata o forzata - non è mai un atto volontario, ma il risultato di uno smobilizzo necessario o addirittura obbligato. Si liquida un'attività per chiudere un ciclo di investimento che avrebbe dovuto durare ma che deve essere interrotto per esigenze di natura finanziaria (brucia cassa) e/o economica (produce perdite o distrugge valore). La differenza fra valore di mercato e valore di smobilizzo attiene al fatto che l'oggetto di valutazione nel caso di smobilizzo riguarda un'attività di cui si è interrotto o si deve interrompere l'uso originario, mentre nel caso del valore di mercato il bene ceduto è in uso.

Le ragioni per cui il prezzo di liquidazione di un'attività sia significativamente inferiore al valore di mercato dovrebbero riguardare esclusivamente:

- la natura dell'attività. Quanto più l'attività è specifica (nel senso di poter essere destinata ad un uso molto specializzato) minore è il numero dei potenziali acquirenti e di conseguenza maggiore deve essere lo sconto per attirare l'interesse dei pochi investitori;
- la presenza di asimmetrie informative fra venditore e potenziali acquirenti. Nei casi di vendite realizzate rapidamente, per le quali non ci si sia stato

il tempo di un'adeguata pubblicità, o viceversa la possibilità di un'adeguata *due diligence* da parte dei potenziali acquirenti, o ancora l'assenza di garanzie da parte del venditore sullo stato dell'attività, è inevitabile dover riconoscere un sconto a fronte dei rischi che si accolla l'acquirente.

Tuttavia l'evidenza empirica mostra che il prezzo di liquidazione può risultare significativamente inferiore al valore di mercato anche nel caso di attività con caratteristiche standard, non specifiche, per le quali esiste un ampio mercato secondario – ad esempio aerei, navi, ecc. -. In questi casi lo sconto è attribuibile al fallimento del meccanismo di mercato (*dislocated market*). Infatti in presenza di un mercato secondario ed in assenza di asimmetrie informative, se agissero le forze di mercato dovrebbe innescarsi un processo di arbitraggio tale da garantire il sostanziale riallineamento fra il valore di liquidazione ed il valore di mercato del bene. Chiunque adeguatamente informato della “svendita” avrebbe convenienza ad acquistare l'attività a sconto per rivenderla poi sul mercato al prezzo pieno e questa circostanza dovrebbe favorire un processo di competizione fra i potenziali acquirenti in grado di limitare se non eliminare significativamente lo sconto. Tramite l'arbitraggio il mercato sarebbe in grado di allocare l'attività al soggetto in grado di garantirne il massimo e miglior uso. Poiché il valore di mercato di qualunque attività ne riflette il massimo e miglior uso da parte dei partecipanti al mercato, il valore di liquidazione non dovrebbe differire significativamente dal valore di mercato stesso. Invece in letteratura vi è evidenza che uno sconto “normale” per la liquidazione di questa tipologia di attività con caratteristiche standard sia pari al 10%-20%² e che in fasi di crisi possa raggiungere livelli anche molto superiori³.

Al contempo in letteratura è noto che quando un'impresa quotata annuncia la vendita di attività – e l'im-

1 In molte città italiane esistevano negozi di vendite di beni di mercerie diverse con insegne che ricordavano le *fire sale* statunitensi (a Milano ad esempio l'insegna era “All'incendio”).

2 T.C. Pulvino, 1998, Do asset fire sales exist? An empirical investi-

gation of commercial aircraft transactions, *The Journal of Finance*, 2, 939-978.

3 A. Shleifer, R. Vishny, 2011, Fire sales in finance and macroeconomics, *Journal of Economic perspectives*, 25, 29-48

presa stessa non si trova costretta a vendere – il mercato finanziario reagisce favorevolmente (con un aumento delle quotazioni dell'impresa che dismette l'attività) con ciò dando evidenza non solo che l'attività non è stata svenduta ma piuttosto che sia stata ceduta ad un prezzo (= valore di mercato) che ne esprime un miglior uso rispetto a quello che l'impresa venditrice non fosse stata in grado di garantire in precedenza⁴. Ciò significa che quando l'impresa non è costretta a vendere l'attività (interrompendo un ciclo di investimento), ma lo decide sulla base di valutazioni economiche e/o strategiche si genera una competizione fra i potenziali acquirenti che finisce per garantire all'impresa venditrice un prezzo più elevato rispetto al valore che essa stessa avrebbe potuto ricavare dall'uso dell'attività. La ragione va ricercata nel fatto che il venditore che non è in stato di necessità è un *patient seller*, nel senso che non è obbligato a vendere a qualunque prezzo, ma è disposto a vendere solo a condizione che il prezzo di cessione sia superiore al valore che sarebbe in grado di ricavare dall'uso dell'attività (che costituisce il prezzo di riserva del *patient seller*). Se il prezzo offerto dall'acquirente non è almeno pari al valore d'uso (prezzo di riserva), il venditore rinuncia alla vendita.

Perché non si innesca un eguale meccanismo competitivo nei casi di liquidazione di attività da parte di un'impresa in stato di necessità? La principale ragione riguarda il fatto che nella maggior parte dei casi l'impresa in stato di necessità è un'impresa che opera in un settore in crisi⁵. Questa circostanza fa sì che i soggetti (*strategic buyer*) che potrebbero essere in grado di garantire il massimo e miglior uso all'attività si trovino privi di disponibilità finanziarie e quindi impossibilitati all'acquisto. La vendita può essere realizzata esclusivamente nei confronti di *financial buyer* ovvero di soggetti eventualmente interessati all'acquisto per il successivo affitto del bene a *strategic buyer* che non possono permettersi di acquistarlo direttamente e/o eventualmente alla vendita del bene in tempi successivi quando la crisi di settore sarà riassorbita. Poiché i *financial buyer* si espongono al rischio di non riuscire ad affittare l'attività e/o di rivenderla nel futuro ad un prezzo più elevato richiedono in sede d'acquisto uno sconto anche molto significativo. Lo sconto è tanto maggiore quanto maggiore è l'*asset specificity*. Attività molto specializzate richiedono competenze manageriali altrettanto specializzate ed offrono limitate possibilità di

reimpiego, con l'effetto di limitare i potenziali soggetti in grado di far uso dell'attività.

Inoltre nel caso della liquidazione (ordinaria o accelerata), il venditore in stato di necessità (*desperate seller*) è disposto a realizzare la transazione ad un prezzo anche significativamente inferiore al valore d'uso dell'attività, in quanto la vendita è funzionale a reperire cassa che, alternativamente, potrebbe essere raccolta a condizioni molto più onerose. La dimensione dello sconto che il venditore è disposto a riconoscere (e che concorre a formare il prezzo di riserva) è funzione dei costi delle fonti alternative di finanziamento, quali ad esempio lo sconto che è necessario riconoscere nel prezzo di emissione di nuove azioni con rinuncia al diritto di opzione, oppure ancora la perdita del controllo della società o la significativa diluizione della partecipazione, o piuttosto il costo connesso a percorsi di ristrutturazione del debito, ecc.. Nel caso di liquidazione forzata, invece, dove lo smobilizzo dell'attività è obbligato e non è subordinato alla verifica di rappresentare la soluzione più conveniente di reperimento delle risorse finanziarie come nel caso della liquidazione ordinaria o accelerata, lo sconto è invece funzione della modalità con cui si realizza la cessione. Trattandosi di vendite forzate che assumono la forma di vendita con asta, lo sconto finisce con l'essere funzione di come è strutturata l'asta e di come è stimato il prezzo di riserva.

Questo articolo si concentra su una fattispecie particolare di liquidazione forzata: la liquidazione di aziende *in bonis*, tramite asta nell'ambito di una procedura di liquidazione. La particolarità di questo tipo di liquidazione riguarda il fatto che si tratta della liquidazione:

- a) di aziende in funzionamento e non di singole attività per le quali si è interrotto il ciclo di investimento;
- b) operanti in un settore non in crisi;
- c) ma cedute, obbligatoriamente, attraverso un particolare tipo di asta (a primo prezzo ad offerta in busta chiusa, *first sale sealed auction*).

Si tratta di liquidazioni tutt'altro che infrequenti, ma scarsamente trattate in letteratura. L'articolo è così strutturato: nel capitolo 2 è riportata una breve sintesi dei

4 A. Gordon, P.G. Benson, J. Kampmeyer, 1984, Investigating the valuation effects of announcements of voluntary corporate selloffs, *Journal of Finance*, 39, 503-517.

5 A. Shleifer, R. Vishny, 1992, Liquidation values and debt capacity:

a market equilibrium approach, *The Journal of Finance* 47, 1343 – 1366 e A. Shleifer, R. Vishny, 2011, Fire sales in finance and macroeconomics, *Journal of Economic Perspectives*, 25, 29-48

meccanismi economici che presidiano le aste; nel capitolo 3 sono illustrati i più significativi studi in letteratura sulla vendita forzata di aziende o di partecipazioni; nel capitolo 4 le problematiche delle aste di aziende *in bonis*; nel capitolo 5 la valutazione delle aziende da cedere in asta; nel capitolo 6 è illustrato il caso di un'asta di successo e nel capitolo 7 sono riportate le conclusioni di ordine generale che è possibile trarre dal caso.

2. I meccanismi economici che presidiano le aste

L'asta è una forma efficiente di vendita in presenza di asimmetria informativa fra venditore e potenziali partecipanti all'asta a svantaggio del primo. Se il venditore conoscesse il valore che l'attività potrebbe assumere per i potenziali acquirenti, la forma di vendita in grado di massimizzare il prezzo per il venditore non sarebbe l'asta ma la negoziazione privata. In una negoziazione privata il venditore potrebbe vendere il bene al soggetto in grado di estrarre il massimo valore dall'attività realizzando un prezzo vantaggioso sia per l'acquirente (in quanto inferiore al valore che questi potrebbe estrarre dal bene) sia per il venditore (in quanto superiore al massimo prezzo che il secondo soggetto in ordine di capacità di sfruttamento del bene stesso sarebbe disposto ad offrire). Quando invece il venditore non conosce il valore che l'attività che vuole cedere potrebbe assumere per i partecipanti al mercato, né quale sia il partecipante al mercato in grado di garantire il massimo e miglior uso all'attività, il meccanismo di vendita più efficiente è l'asta. Esistono tuttavia molti diversi tipi di asta.

Nella scelta del tipo e nel regolamento di asta rilevano alcuni principali elementi:

- a) la rarità del bene oggetto di cessione. Quanto più il bene oggetto di cessione è un bene unico, privo di beni sostituti sul mercato, tanto maggiore è la concorrenza fra i potenziali partecipanti all'asta (c.d. *bidder*);
- b) la presenza di acquirenti naturali. Questa circostanza potenzialmente accresce il rischio di comportamenti opportunistici da parte dei potenziali partecipanti all'asta. Gli acquirenti naturali possono colludere fra loro;
- c) la presenza di acquirenti appartenenti a diverse categorie. Questa circostanza potenzialmente riduce il rischio di comportamenti opportunistici da parte dei potenziali partecipanti all'asta;
- d) il tipo di incertezza che riguarda il valore del bene (incompletezza informativa o valore privato). Il

tipo di incertezza definisce il tipo di asta in grado di massimizzare il ricavato per il venditore, in particolare in presenza di incompletezza informativa (nel senso che i diversi partecipanti al mercato dispongono ciascuno di informazione utile alla valutazione del bene di cui gli altri partecipanti non dispongono) è preferibile adottare un meccanismo d'asta tradizionale a rilanci di offerta in quanto svela l'informazione di cui dispongono i diversi partecipanti al mercato;

- e) l'avversione al rischio dei potenziali acquirenti. Maggiore è l'avversione al rischio da parte dei potenziali partecipanti all'asta, maggiore è il prezzo che sono disposti ad offrire per acquisire il bene; ciò in quanto in un'asta o si risulta aggiudicatari del bene e si gode dei relativi benefici o non si ha alcun beneficio. Dunque il soggetto avverso al rischio è disposto ad offrire un prezzo più elevato per evitare di non risultare aggiudicatario del bene;
- f) l'eventuale presenza di vincoli di budget per i potenziali acquirenti. In presenza di vincoli di budget per i potenziali acquirenti (quale potrebbe essere il caso in cui gli acquirenti naturali sono imprese del medesimo settore ed il settore stesso è in crisi) un meccanismo d'asta tradizionale a rilanci di offerta è meno consigliato perché l'informazione svelata fornisce falsi segnali (non indica infatti il valore attribuito al bene da parte di ciascun partecipante in relazione al proprio set informativo, ma piuttosto il vincolo di bilancio cui soffre ciascun partecipante);
- g) la possibilità che il bene possa essere rivenduto sul mercato dopo l'acquisto in asta. Questa circostanza rende interdipendenti i valori attribuiti al bene da parte dei potenziali partecipanti al mercato e orienta questi ultimi ad offrire un prezzo che non è funzione del valore che essi attribuiscono al bene, ma del valore che essi ritengono gli altri partecipanti al mercato potrebbero attribuire al bene;
- h) la possibilità che il bene se aggiudicato ad un terzo possa modificare la posizione competitiva degli altri bidder. Anche questa circostanza rende interdipendenti i valori attribuiti al bene da parte dei potenziali partecipanti al mercato e orienta questi ultimi a considerare oltre al valore del bene in sé anche l'eventuale perdita di valore degli altri *assets* di loro proprietà che si avrebbe nel caso in cui il bene fosse aggiudicato a terzi.

Perché l'asta sia in grado di sfruttare al meglio la concor-

renza fra i potenziali acquirenti, assumono rilievo due principali scelte:

- 1) il tipo di asta;
- 2) il prezzo base d'asta.

Esistono quattro principali possibili tipi di asta:

- a) la classica asta aperta ad offerta crescente (c.d. *English auction*);
- b) l'asta aperta ad offerta decrescente (c.d. *Deutsche auction*);
- c) l'asta ad offerta segreta con aggiudicazione al prezzo più elevato (c.c. *first-price-sealed-bid auction*);
- d) l'asta ad offerta segreta con aggiudicazione al secondo prezzo più elevato (c.d. *second-price-sealed-bid auction*).

Le vendite tramite asta possono consentire di raggiungere risultati differenti in relazione a differenti tipologie di beni e di circostanze. In linea di principio i quattro tipi di aste menzionati in precedenza possono essere ricondotte a due principali categorie:

- a) le aste fondate sul primo prezzo (rappresentate dall'asta aperta ad offerta decrescente e dall'asta ad offerta segreta con aggiudicazione al prezzo più elevato);
- b) le aste fondate sul secondo prezzo (rappresentate dall'asta aperta ad offerta crescente e dall'asta ad offerta segreta con aggiudicazione al secondo prezzo).

Le due categorie di aste assumono rilievo in relazione al tipo di asimmetria informativa che grava sul bene oggetto di asta.

Sotto il profilo teorico l'asimmetria informativa può derivare da due opposte situazioni limite:

- a) il bene oggetto di offerta ha un valore differente in relazione a chi lo acquista, in quanto i diversi possibili offerenti possono garantire al bene un uso più o meno efficiente, possono godere di sinergie diverse, possono caratterizzarsi per prodotti complementari, possono godere di diverse esternalità positive se sottraggono il bene ad altri possibili offerenti. L'asimmetria informativa in questo caso è data dal fatto che nessun potenziale offerente conosce il valore del bene per gli altri possibili offerenti. In questo caso si

parla di "*private value auctions*";

- b) il bene oggetto di offerta ha il medesimo valore per i possibili offerenti, ma questi ultimi basano la loro stima di valore su un set di informazioni differente. L'asimmetria informativa in questo caso riguarda l'informazione a disposizione di ciascun possibile offerente. Ciascuno offerente dispone di una stima imprecisa del valore del bene, perché nessuno dispone di un set informativo completo. In questo caso si parla di "*common value auctions*".

La distinzione fra le due tipologie di aste (*private value* o *common value*) assume rilievo, perché nel caso di aste "*common value*":

- a) conoscere le stime degli altri partecipanti al mercato rende più efficiente il processo di formazione del prezzo, al contrario di quanto accade per le *private value auctions* dove l'informazione non aiuta il processo di formazione di un prezzo più efficiente, in quanto il valore è *entity specific*. Ciò comporta che il tipo di asta da preferire in questi casi sia l'asta fondata sul secondo prezzo;
- b) il vincitore dell'asta soffre del rischio c.d. "*winner's curse*" (maledizione del vincitore) ovvero del rischio di risultare aggiudicatario solo perché ha offerto un prezzo eccessivo rispetto al reale valore del bene, al contrario di quanto accade per le *private value auctions* dove la differenza di prezzo fra i diversi *bidder* trae origine proprio dal differente valore del bene per i singoli soggetti. Ciò comporta che in assenza di rischio di collusione l'asta da preferire fra le due tipologie fondate sul secondo prezzo sia l'asta classica ad offerta crescente.

Nel caso di *private value auction* vale invece il c.d. *teorema dell'equivalenza del ricavato* (c.d. *Revenue Equivalence Theorem*), il quale sostiene che qualunque tipo di asta si adotti, il ricavato sarà il medesimo se sono verificate le seguenti stringenti condizioni:

- a) *bidder* neutrali al rischio;
- b) *bidder* con valori indipendenti fra loro;
- c) *bidder* con la medesima funzione di distribuzione dei valori dell'attività rischiosa oggetto di asta;
- d) assenza di limiti di budget per i *bidder*.

Poiché è difficile che tali condizioni siano verificate nella pratica, nei casi invece in cui:

- a) i potenziali *bidder* siano avversi al rischio;
- b) o esistano limiti di budget per i *bidder*;
- c) o i *bidder* possano fra loro colludere o comunque vi sia la possibilità di rivendere il bene sul mercato dopo l'aggiudicazione dell'asta o ancora vi sia qualsiasi altra forma di interdipendenza fra i valori attribuiti al bene dai potenziali partecipanti all'offerta;

il tipo di asta che massimizza il ricavato per il venditore di un bene con *private value* è l'asta segreta con aggiudicazione al prezzo più elevato, dove i partecipanti al mercato sono chiamati a formulare la loro migliore offerta definitiva ("*best and final offer*"). Se invece sono presenti *bidder* con diverse distribuzioni di valori dell'attività oggetto di asta non vi è un tipo di asta che domini le altre. In questo caso assume rilevanza il regolamento d'asta, ovvero come l'asta è strutturata (c.d. design dell'asta).

Nei casi di liquidazione forzata la forma d'asta più in uso è l'asta ad offerta segreta con aggiudicazione al prezzo più elevato (c.c. *first-price-sealed-bid auction*). In caso in cui l'asta vada deserta normalmente si applicano i criteri dell'art. 591 c.p.c. che prevede una riduzione di prezzo base d'asta del 25% ad ogni asta successiva.

Il prezzo base d'asta assolve a tre principali funzioni:

- a) minimizzare le barriere all'entrata che possono scoraggiare potenziali *bidder* a partecipare (la partecipazione ad un'asta è comunque costosa e vi partecipano solo i soggetti che ritengono di poter avere chance di vittoria);
- b) ostacolare i comportamenti collusivi dei potenziali *bidder*,
- c) prevenire gli effetti di interdipendenza fra i partecipanti all'asta per via della possibilità di rivendere il bene sul mercato dopo l'acquisto in asta⁶.

Se adeguatamente strutturata un'asta ad offerta segreta con assegnazione al prezzo più alto, può consentire anche ad un soggetto che non è in grado di estrarre il massimo valore del bene di vincere. Ciò accade quando

i soggetti che possono estrarre maggiore valore e che potrebbero offrire un prezzo più alto, offrono invece un prezzo più contenuto nella speranza di massimizzare il proprio surplus (dato dalla differenza fra il valore del bene a loro mani ed il prezzo offerto). Ciò significa che – in presenza di potenziali *bidder* appartenenti a categorie diverse – il prezzo base d'asta non dovrebbe coincidere con il valore che l'esperto ritiene si potrebbe realizzare con la vendita in asta (liquidazione forzata), ma dovrebbe risultare più contenuto. Più facilmente infatti un prezzo più contenuto favorisce la concorrenza fra *bidder* e riduce il rischio di comportamenti collusivi o interdipendenti.

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

- a) l'avversione al rischio dei *bidder* (maggiore è l'avversione al rischio maggiore è il prezzo offerto a parità di valore privato);
- b) il vincolo di *budget* (più stringente è il budget minore è il prezzo offerto a parità di valore privato);
- c) l'interdipendenza fra i valori assegnati dai *bidder* al bene (maggiore è l'interdipendenza tanto più il prezzo offerto è funzione del valore attribuito al bene dagli altri partecipanti al mercato e non del valore privato per il singolo soggetto);
- d) il rischio percepito di *winner's curse*, che è funzione dello svantaggio informativo di cui ciascun partecipante si sente portatore rispetto agli altri partecipanti della stessa categoria (maggiore è il rischio percepito di *winner's curse*, minore è il prezzo offerto);
- e) le esternalità dell'aggiudicazione del bene ad un soggetto concorrente della stessa categoria di appartenenza (maggiori sono le esternalità negative, maggiore è il prezzo offerto⁷);
- f) la credibilità dell'annuncio di un prezzo di riserva segreto (tanto più l'annuncio è credibile tanto più elevato sarà il prezzo offerto);
- g) la capacità del prezzo base d'asta di non escludere a priori alcun partecipante al mercato (maggiore è la credibilità del prezzo base d'asta, maggiore è il prezzo offerto dai partecipanti all'asta).

⁶ Nel caso di interdipendenza (c.d. affiliazione) il prezzo di aggiudicazione in asta, non è più funzione del bene in sé, ma del valore che si ritiene gli altri partecipanti al mercato possono attribuire al bene.

⁷ Nel caso di forti esternalità il rischio di collusione è più conte-

nuto. Tuttavia quando i *bidder* sono soggetti a vincoli di budget può accadere che preferiscano non partecipare all'asta piuttosto che galvanizzare i concorrenti ad offrire di più, sulla base del principio "vivi e lascia vivere".

3. Gli sconti nelle liquidazioni di aziende e di partecipazioni di minoranza

Si è detto in precedenza che la letteratura scientifica che tratta della liquidazione forzata di aziende in funzionamento, piuttosto che di singole attività, è molto limitata; ancor più lo è la letteratura che tratta della liquidazione forzata di aziende *in bonis* che operano in settori non in crisi. In questa sede ci limitiamo a segnalare due principali contributi che offrono evidenze apparentemente contrastanti.

Il primo contributo di Eckbo e Thorbur⁸ riguarda gli sconti registrati nelle procedure di liquidazione nei casi di fallimento in Svezia, dove vige il c.d. meccanismo di asta automatica per le imprese insolventi. L'impresa insolvente viene venduta in asta in tempi rapidi (in media l'organizzazione dell'asta non richiede più di due mesi) ed a costi (diretti) contenuti. L'asta assume la forma di open first price auction. Le offerte possono riguardare alternativamente l'azienda in funzionamento o le sue attività. Gli Autori calcolano gli sconti rispetto ad un valore fondamentale stimato dell'impresa e delle sue attività. La loro analisi è finalizzata a verificare se la vendita di aziende in funzionamento tramite meccanismi d'asta si configura come una svendita (*fire sale*), ovvero avvenga registrando un significativo sconto rispetto al valore fondamentale. I risultati – fondati sull'analisi di 258 aste di imprese insolventi - con una dimensione media misurata dal valore contabile delle attività pari a 2,3 milioni di dollari statunitensi- sono così sintetizzabili:

- a) si registrano sconti solo quando oggetto di vendita in asta sono le singole attività e non l'azienda in funzionamento;
- b) lo stato di difficoltà del settore e l'illiquidità delle imprese del settore hanno influenza sullo sconto relativo alle vendite di singole attività, ma non sul valore di vendita delle aziende in funzionamento;
- c) le banche coinvolte nel fallimento generalmente finanziano i partecipanti all'asta disposti ad acquistare l'azienda in funzionamento per evitare di incorrere in perdite maggiori nel caso di vendita atomistica delle attività;
- d) i prezzi di aggiudicazione sono più elevati quando il partecipante all'asta è finanziato dalle banche coinvolte nel fallimento, in quanto prezzi elevati consentono il maggior recupero possibile del credito nei confronti dell'azienda fallita;

- e) i proprietari dell'azienda fallita riacquistano l'impresa in funzionamento più frequentemente quando il settore in cui opera l'impresa è in grave crisi ed al contempo sarebbe più probabile in assenza del loro intervento la vendita atomistica delle attività d'impresa;
- f) la prelazione concessa a soggetti che già stanno gestendo l'azienda in crisi (ad esempio in affitto) si accompagna in genere a prezzi più contenuti rispetto a quelli realizzabili dalla vendita dell'azienda in funzionamento tramite asta, ma le banche non sono sacrificate dai prezzi più contenuti (indice che le banche approvano soluzioni con prelazione quando è nel loro interesse);
- g) in media le aste di aziende in funzionamento raccolgono la manifestazione d'interesse di cinque potenziali acquirenti di cui, sempre in media, tre formulano poi anche un'offerta;
- h) gli acquirenti delle aziende in funzionamento normalmente fanno uso di indebitamento per l'acquisto, ed in particolare fanno uso di operazione di *leverage buyout*;
- i) quando l'acquirente è un *outsider* di settore non si registrano prezzi inferiori;
- j) le imprese vendute nell'abito di soluzioni pre-negoziare con prelazione sono più frequenti nel caso di imprese con maggiore specificità degli attivi e con maggiore dotazione di intangibili;
- k) le imprese vendute nell'ambito di soluzioni pre-negoziare con prelazione mostrano una maggiore probabilità di ricadere in crisi nel biennio successivo all'asta;
- l) in media il ricavato dell'asta non supera il 50% del valore contabile delle attività dell'azienda venduta in asta, ciò anche per via del fatto che la maggior parte delle imprese prima di fallire ha già ceduto le attività più liquide e meno specializzate.

Sulla base di queste evidenze gli Autori sostengono la tesi secondo cui la vendita in asta di aziende insolventi non costituisce una soluzione di *second best* rispetto ad accordi di ristrutturazione: se la vendita in asta di aziende in funzionamento non mostra sconti rispetto ai valori fondamentali delle società cedute e se i tempi di organizzazione dell'asta sono brevi ed i costi sono contenuti, la vendita tramite asta è la soluzione più efficiente di risoluzione delle crisi di imprese con prospettive di funzionamento (quali dovrebbero essere le

8 B.E.Eckbo, K.S.Thorburn, 2008, Automatic bankruptcy auctions and fire-sales, *Journal of financial economics*, 89, 404-422

imprese per le quali potrebbero alternativamente essere intrapresi percorsi di ristrutturazione). Nel caso svedese è l'asta a definire se l'azienda deve essere ceduta in funzionamento o in forma atomistica. L'aspetto sorprendente di questa analisi è dovuto alla circostanza che anche nonostante si tratti di imprese in settori in crisi o in tensione finanziaria grave non si registrano nelle vendite in asta sconti rispetto al valore fondamentale. La liquidazione di imprese in funzionamento tramite un'asta aperta a primo prezzo non si configurerebbe dunque come una svendita.

Il secondo contributo di letteratura rilevante ai nostri fini riguarda invece la vendita forzata (ma non tramite asta) da parte di aziende *distressed* di partecipazioni di minoranza in società quotate. Il grande vantaggio di questo secondo studio è che si fonda sul confronto fra due prezzi: la quotazione ante cessione ed il prezzo negoziato nella cessione della partecipazione fuori borsa e non invece sul confronto di un prezzo e di un valore stimato (come nel caso dello studio precedente). Non vi è pertanto alcuna stima di valore fondamentale. Gli Autori – Dinc, Erel e Liao⁹ analizzano il caso di vendite di partecipazioni in aziende non in crisi da parte di società in crisi, con lo specifico scopo di misurare l'eventuale sconto riconosciuto su base oggettiva, senza incorrere in problemi di stima del valore fondamentale. Gli Autori considerano 638 transazioni corrispondenti a pacchetti azionari pari – in media - al 3,7% del capitale della società quotata.

I risultati dell'analisi possono essere sintetizzati come segue:

- a) in media i pacchetti azionari ceduti dalle imprese in crisi registrano sconti in media pari all'8% rispetto alla quotazione ante cessione;
- b) cessioni di pacchetti azionari da parte di aziende non *distressed* non registrano alcuno sconto;
- c) la dimensione dello sconto cresce al crescere della dimensione relativa del pacchetto azionario. Pacchetti pari al 5% o più delle azioni della società quotata registrano sconti (nelle cessioni promosse da aziende *distressed*) in media pari al 14%;
- d) la vendita delle azioni a sconto rispetto alla quotazione di mercato ante vendita da parte delle imprese *distressed* non genera effetti permanenti sulle quotazioni, al contrario di quanto accade

invece quando a promuovere la vendita del pacchetto azionario non sono aziende *distressed* ma fondi comuni di investimento costretti a cedere azioni in portafoglio per far fronte ai riscatti. Poiché i fondi cominciano a cedere le azioni con peggiori prospettive future le cessioni da parte dei fondi segnalano povere *performance*.

Benché lo studio degli Autori riguardi pacchetti di minoranza mentre questo articolo sia concentrato sulla cessione di intere aziende (o pacchetti di controllo):

- la prospettiva di analisi è la medesima: la vendita di partecipazioni in società *in bonis* da parte di imprese in crisi;
- con una sola rilevante differenza: la vendita riguarda un'attività (finanziaria) di cui si compie l'interruzione di un ciclo di investimento, circostanza che nella vendita di un'azienda in bonis non può configurarsi. La vendita di un'azienda non si configura mai come l'interruzione di un ciclo di investimento essendo già un insieme organizzato di beni. In questo senso la vendita della partecipazione è diversa dalla vendita di un'azienda.

La cessione di aziende *in bonis*, anziché di partecipazioni, è un fenomeno che interessa di norma i gruppi diversificati. La capogruppo insolvente è chiamata a cedere le proprie partecipazioni di controllo, molte delle quali possono svolgere attività completamente diverse da quelle che hanno originato la crisi della capogruppo e dunque sono colpite solo indirettamente dalla crisi, qualunque sia la causa della crisi stessa (idiosincratICA o settoriale). Nei gruppi di maggiori dimensioni che adottano una struttura divisionalizzata, la cessione può riguardare società subholding a capo – a loro volta – di una divisione, ovvero di un gruppo di imprese specializzate in una specifica area di business gestite in forma coordinata fra loro.

In questi casi si tratta di società non quotate per le quali non esiste quindi un valore di mercato. Come si ricordava in precedenza qualunque liquidazione necessita sempre di un prezzo di riserva, che:

- nel caso della liquidazione ordinata o accelerata è un prezzo scontato rispetto al valore d'uso di un importo parametrizzato ai costi che alternati-

9 S.Dinc, I.Erel, R.Liao, 2017, Fire sale discount: evidence from the sale of minority equity stakes, *Journal of Financial Economics*, 125, 475-490

vamente l'impresa dovrebbe sostenere se volesse reperire le medesime risorse attraverso nuovi finanziamenti, aumenti di capitale o se volesse rinegoziare le scadenze del debito;

- nel caso della liquidazione forzata invece è un prezzo scontato rispetto al valore intrinseco o fondamentale che al contempo deve garantire il rispetto di due condizioni:
- a. esprimere un valore minimo che garantisca i creditori dall'evitare una svendita della società e che costituisca anche un deterrente a comportamenti opportunistici da parte dei potenziali acquirenti (*insincere bidding*);
 - b. esprimere un valore in grado di attirare l'interesse del più vasto numero possibile di potenziali acquirenti e che quindi non prevenga la partecipazione dei soggetti che a priori possano ritenere di non essere in grado di garantire il massimo e miglior uso all'entità una volta acquistata.

Il prezzo di riserva non è mai comunicato nelle liquidazioni ordinarie o accelerate, mentre nel caso delle liquidazioni forzate può essere mantenuto segreto o viceversa può rappresentare il prezzo base d'asta.

Nel prosieguo l'analisi si concentra sul caso delle liquidazioni forzate di aziende *in bonis* (non quotate) realizzate tramite asta e delle modalità di stima (e di utilizzo) del prezzo di riserva.

4. La liquidazione forzata di aziende *in bonis* tramite asta

Nel paragrafo 2 si è illustrato come le principali finalità che la vendita tramite asta dovrebbe essere in grado di assolvere siano due:

- svelare il valore che l'attività oggetto di cessione può assumere per i potenziali acquirenti;
- accrescere la liquidabilità dell'attività, attirando anche l'interesse di partecipanti diversi dagli acquirenti naturali.

Si è anche mostrato come le diverse tipologie di asta possano condurre a risultati molto lontani da quelli auspicati, se non vi è coerenza fra: le caratteristiche dell'attività oggetto di cessione; le caratteristiche dei potenziali partecipanti all'asta; l'informazione a disposizione dei partecipanti all'asta; la tipologia di asta; la modalità di formazione del prezzo di riserva. La ragione è dovuta

proprio all'incertezza sul valore dell'attività ceduta e sul suo effettivo grado di liquidabilità, che possono indurre – in relazione alle diverse caratteristiche descritte - i partecipanti all'asta a formulare offerte:

- allineate al valore che stimano della società offerta in asta (*sincere bidding*);
- inferiori al valore che stimano della società offerta in asta (*underbidding*);
- superiori al valore che stimano della società offerta in asta (*overbidding*).

Il rischio *overbidding* per i partecipanti all'asta (ed il correlato fenomeno della maledizione del vincitore- c.d. *winner's curse*), da un lato, ed il rischio di *underbidding* per il venditore, dall'altro, costituiscono i principali rischi per le parti coinvolte nel processo d'asta.

È necessario ripercorrere queste considerazioni di ordine generale avendo riguardo al caso della vendita (forzata) dell'azienda *in bonis*. Al riguardo può essere opportuno seguire un percorso strutturato attraverso cinque domande.

La prima domanda da porsi riguarda il fatto se il valore dell'azienda da cedere per i potenziali partecipanti all'asta sia un valore privato (=valore diverso da quelli attribuibili dagli altri partecipanti ed indipendente da quegli stessi valori), o un valore che è funzione del valore attribuito dagli altri partecipanti (=interdipendente), o ancora un valore sconosciuto ma eguale a quello che potrebbero attribuire altri partecipanti (=valore comune). Vediamo perché.

L'azienda da cedere ha un *valore privato* se ciascun partecipante all'asta è in grado di realizzare, con l'acquisizione dell'azienda, sinergie di diversa misura. Ciò significa che l'*investment value* dell'azienda oggetto di cessione è diverso per ciascun partecipante al mercato e non può cambiare anche quando i partecipanti all'asta conoscessero il valore attribuito all'azienda dagli altri partecipanti all'asta.

L'azienda da cedere ha invece un *valore interdipendente* dal valore attribuito dagli altri partecipanti al mercato se ciascun partecipante all'asta, conoscendo le offerte (le valutazioni) degli altri partecipanti modificherebbe la propria. Ad esempio ciò accade quando partecipano all'asta *financial buyer* interessati a rivendere l'attività o locarla o affittarla a terzi dopo l'eventuale acquisto, oppure quando i partecipanti naturali all'asta conoscendo il prezzo che gli altri partecipanti sono disposti a riconoscere, modificherebbero la loro offerta.

Infine, l'azienda da cedere ha un *valore comune* se, una volta svelata l'incertezza, il valore dell'azienda risultasse eguale per tutti i partecipanti all'asta. Ad esempio se un'impresa ha delle opportunità di sviluppo future incerte o subordinate a decisioni di terzi (ad esempio autorizzazioni, rinnovo concessioni, rinnovo licenze, ecc.) solo quando tali opportunità o decisioni si sveleranno si potrà conoscere il valore normale dell'azienda e presumibilmente tutti i partecipanti al mercato riconosceranno quello steso valore.

Nella realtà vi è sempre interdipendenza di valori ed il valore privato ed il valore comune sono due situazioni limite di uno spettro di situazioni in cui l'intensità dell'interdipendenza può essere minore (più vicina al valore privato) o maggiore (più vicina al valore comune). Normalmente l'interdipendenza di valori è tanto maggiore quanto più assume rilevanza la liquabilità dell'azienda sul mercato in relazione ad una sua successiva rivendita, affitto, ecc. e quanto più varie sono le categoria di partecipanti al mercato. Se vi è interdipendenza di valori – come normalmente accade – è necessario costruire un meccanismo d'asta che permetta in qualche fase dell'asta stessa ai partecipanti di conoscere le offerte (o l'offerta più elevata) formulate dagli altri partecipanti. In assenza di tale informazione i partecipanti all'asta temendo il *winner's curse* finiscono con il presentare offerte a prezzi più contenuti, per tutelarsi dal rischio di illiquidità dell'attività eventualmente acquistata.

La seconda domanda da porsi riguarda l'avversione al rischio dei potenziali acquirenti. Per un potenziale acquirente il valore generato dall'acquisto è pari alla differenza fra l'*investment value* ed il prezzo pagato. Maggiore è il prezzo pagato, minore è il valore generato dall'acquisto, ma maggiore è anche la probabilità di risultare vincitore dell'asta. Dunque a minor valore si accompagna minor rischio e viceversa. Un partecipante all'asta avverso al rischio è indotto a formulare un prezzo di offerta alto, mentre un partecipante all'asta amante del rischio preferisce offrire un prezzo contenuto cui si accompagna un eventuale maggior rendimento. Da ultimo il partecipante all'asta potrebbe essere neutrale rispetto al rischio ed offrire quindi il prezzo in grado di massimizzare il valore atteso dall'investimento (= *investment value* – prezzo offerto). Il grado di avversione al rischio è funzione anche delle conseguenze che l'acquisto dell'azienda da parte di un concorrente potrebbe generare.

La terza domanda da porsi riguarda l'esistenza di vincoli finanziari (*budget constraint*) di cui potrebbero soffrire

i partecipanti all'asta. Nel nostro caso tuttavia questo elemento non è particolarmente rilevante in quanto riguarda la vendita di aziende operanti in settori non in crisi, ma assume rilievo con riguardo a due aspetti:

- circostanze eccezionali (come la pandemia da Covid 19) che hanno contribuito a peggiorare il merito del credito di molte imprese;
- una situazione di razionamento di capitale dell'impresa oggetto di cessione in asta, dovuta al fatto che la precedente proprietà (l'impresa in dissesto) non solo non era in grado di fornirle le risorse necessarie allo sviluppo, ma eventualmente drenava anche risorse. Questa circostanza comporta che l'impresa oggetto di cessione in asta richieda di essere ripatrimonializzata o comunque rifinanziata dall'acquirente. Se quest'ultimo soffre di vincoli finanziari la capacità di estrarre valore dall'azienda in vendita può risultare compromessa.

La quarta domanda riguarda la possibilità di attrarre (o meno) diverse categorie di potenziali partecipanti all'asta. La partecipazione di soggetti appartenenti a differenti categorie generalmente comporta che la distribuzione dei possibili valori assegnati all'azienda oggetto di cessione possano essere molto diversi. La distinzione non riguarda solo *strategic buyer* vs. *financial buyer*, ma anche acquirenti di grandi dimensioni vs. acquirenti di dimensioni minori vs. cordate di *strategic buyer* o di *strategic* e *financial buyer* insieme, di soggetti interessati a mantenere l'azienda nella sua interezza o viceversa a procedere ad un *break-up* dopo l'acquisto, ecc. Maggiore è la varietà dei soggetti partecipanti all'asta, maggiore è anche la probabilità di riuscire a spuntare in sede di asta un prezzo più elevato.

La quinta domanda riguarda il rischio di comportamenti opportunistici da parte di "falsi" partecipanti all'asta. L'asta presuppone la condivisione con i potenziali partecipanti di informazione di natura privata riguardante l'azienda oggetto di cessione (*Data Room*). Alcuni concorrenti possono manifestare interesse nei confronti dell'azienda oggetto di cessione semplicemente per acquisire informazioni di natura privata. E' necessario in questi casi predisporre un meccanismo che disincentivi questi comportamenti opportunistici: ad esempio introducendo una *fee* per l'accesso all'informazione privata proporzionale alla rilevanza di quest'ultima per i partecipanti al mercato.

Le risposte a queste domande permettono di compren-

dere come dovrebbe essere strutturata l'asta. Nel nostro paese le procedure fallimentari seguono un meccanismo d'asta fondata sul prezzo più elevato in busta chiusa (*first-price sealed auction*). Tuttavia è possibile, nell'ambito di questa tipologia di asta introdurre delle varianti, quali ad esempio: l'introduzione di un prezzo base d'asta o di una riserva di prezzo segreta; più *round* di aste con comunicazione delle offerte o dell'offerta più vantaggiosa nel round precedente e/o del prezzo di riserva; e *fee* più o meno elevate per accedere alla *Data Room*.

La scelta del meccanismo d'asta assume particolare importanza per l'esperto chiamato ad effettuare la valutazione dell'azienda oggetto di cessione. Molte aste hanno cattivo esito semplicemente perché viene fissato come prezzo base d'asta il valore di mercato o il valore fondamentale dell'azienda oggetto di cessione. In questo modo si disincentiva la partecipazione all'asta con l'effetto di ottenere un risultato largamente insoddisfacente. La ragione è dovuta al fatto che la partecipazione all'asta è costosa e se il prezzo base d'asta, non configura alcun vantaggio rispetto ad una normale negoziazione sul libero mercato i soggetti che ritengono di avere meno probabilità di risultare aggiudicatari rinunciano a parteciparvi, mentre i soggetti che ritengono di avere maggiori probabilità sfruttano a proprio vantaggio il bisogno di vendere della procedura.

Nel capitolo che segue è affrontato il tema della valutazione dell'azienda *in bonis* da offrire in asta.

5. La valutazione dell'azienda *in bonis* da offrire in asta

Quando si è chiamati a valutare un'azienda *in bonis* da vendere in asta è necessario innanzitutto aver presenti alcune circostanze, che si devono riflettere sul valore dell'impresa:

- a) la vendita in asta generalmente non prevede alcuna garanzia a favore dell'acquirente su contenziosi (presenti o futuri), su passività potenziali, su danni ambientali, ecc. Ciò trasferisce in capo all'acquirente il rischio che le passività possano risultare considerevolmente superiori al valore medio atteso (accolti nella valutazione). A solo titolo di esempio se un contenzioso può comportare un esborso di 100 con probabilità del 10%, il valore atteso della passività è 10, ma vi è il rischio di dover far fronte a 100 ed il prezzo che dovrebbe essere riconosciuto ad un terzo per il trasferimento della passività è certamente più elevato di 10 ed è funzione della diversificabilità del rischio e della dimensione del rischio stesso;
- b) l'azienda benchè *in bonis* può aver sofferto o soffrire delle difficoltà finanziarie della capogruppo, sia per l'assenza di finanziamenti adeguati, sia per l'impossibilità di avviare nuove iniziative, sia per il sistematico drenaggio di risorse da parte della capogruppo che può aver ingenerato minori manutenzioni, tensioni con fornitori e clienti, tensioni con risorse chiave all'interno dell'azienda. L'azienda pur *in bonis* può aver sofferto di costi indiretti di dissesto per "induzione" dalla controllante;
- c) l'ispezione fisica degli impianti, dei magazzini, ecc. nelle realtà aziendali molto complesse, può non essere possibile perché richiederebbe tempi troppo lunghi. Dunque l'acquirente non conosce il reale stato delle attività d'impresa;
- d) la procedura attraverso l'asta può perseguire oltre alla finalità del massimo prezzo di cessione anche altri obiettivi: la tenuta dell'occupazione, il mantenimento della sede dell'impresa nella provincia o nella regione, un livello minimo di investimenti, ecc.;
- e) il prezzo di acquisto deve essere regolato *cash* (non sono previsti acquisti né per carta né misti: carta o cassa o con obbligazioni dell'acquirente);
- f) i meccanismi di aggiustamento prezzo che possono essere inseriti nella procedura d'asta si riferiscono in genere solo a variazioni della posizione finanziaria netta, e non possono riguardare il raggiungimento di taluni obiettivi o *milestone* futuri (attraverso calusole di *earn-out*). Ciò comporta ad esempio che non si possa aggiustare il prezzo sulla base dell'eventuale crescita futura effettivamente realizzata e quindi nel caso di aziende con opportunità di crescita future gli offerenti debbano formulare previsioni. Per queste ragioni nel caso di imprese di dimensioni non piccole e con buone opportunità di crescita la procedura può far predisporre un piano assoggettato ad IBR (*Independent Business Review*) o comunque composto con l'ausilio di *advisor* in forme che permetta ai partecipanti all'asta di disporre di una verifica di ragionevolezza dei flussi prospettici. Tuttavia il valore della possibile crescita futura rimane la componente di valore più incerta e l'asta deve essere in grado di svelare anche questa componente di valore sconosciuto.

Questi elementi permettono di comprendere come sia molto difficile in questi casi calcolare un valore di mercato dell'azienda oggetto di cessione. L'unico valore che è possibile stimare è un valore fondamentale (o intrinseco) dell'impresa "as is -where is", ovvero un valore in atto che escluda il valore della crescita futura. Questo valore espresso al netto dei minuendi legati al rischio delle passività esprime il valore al quale i creditori (e la curatela) rinunciano con la vendita. Questo valore non è il valore di riserva in una liquidazione forzata, ma la base per la stima del valore di riserva.

A questo riguardo occorre muovere dalle evidenze rilette in letteratura e già precedentemente richiamate secondo cui:

- le vendite in asta di aziende *distressed* se alimentano un'adeguata competizione fra potenziali acquirenti permettono di non riconoscere sconti rispetto al valore fondamentale;
- le vendite forzate di partecipazioni di minoranza in società quotate *in bonis* da parte di aziende *distressed* evidenziano sconti in media pari all'8%, crescenti al crescere dell'interessenza ceduta (fino al 14% per interessenze pari o superiori al 5%) rispetto alla quotazione ante cessione;
- lo sconto implicito nella cessione dei pacchetti di minoranza non permane sul mercato dopo la vendita, segno che lo sconto non riguarda il valore fondamentale dell'entità partecipata.

L'apparente contrasto delle evidenze trova una sua ragionevole spiegazione se si considera che:

- a) l'asta è un meccanismo di vendita efficiente quando vi è incertezza sul valore associato all'attività da cedere. Nel caso di vendita di partecipazioni di minoranza di società quotate il valore della partecipazione è noto e non vi è nulla da svelare;
- b) l'asta senza base d'asta favorisce la partecipazione di potenziali acquirenti di differenti categorie e questa circostanza a parità di condizioni accresce la competizione e favorisce la formazione di *sincere bid*;
- c) l'asta di attività per le quali è ragionevole attendersi una interdipendenza di valori (e le aziende sono sicuramente fra queste attività) massimizza la competizione fra i *bidder* se svela le offerte degli altri partecipanti al mercato. Nel caso delle aste automatiche in Svezia – da cui è tratta l'analisi di assenza di sconti da parte di Eckbo e Thorburn

– i prezzi offerti sono noti a tutti trattandosi di aste aperte (*open auction*), nel nostro caso, invece, poiché le procedure di liquidazione prevedono meccanismi d'asta a busta chiusa (*sealed auction*) è consigliabile strutturare l'asta in più fasi e svelare i prezzi offerti dagli altri partecipanti all'asta o il miglior offerto nella fase precedente ed eventualmente il prezzo di riserva sino ad allora mantenuto segreto.

Il risultato dell'asta dovrebbe condurre a realizzare un prezzo sostanzialmente allineato al valore fondamentale (o intrinseco) dell'azienda (in assenza di crescita) o un prezzo superiore (in presenza di crescita), ma attraverso un processo che per stimolare la domanda deve muovere da un prezzo di riserva a sconto rispetto al valore intrinseco (che finisce con il diventare il prezzo obiettivo minimo dell'esito dell'asta). Il prezzo di riserva non esprime il risultato obiettivo dell'asta, ma un prezzo ragionevolmente conveniente così da permettere anche ai partecipanti che possono ritenere di avere meno probabilità di successo di parteciparvi. L'esperto deve quindi esprimere due valori: il valore fondamentale (aggiustato per considerare i vincoli imposti all'acquirente, l'assenza di garanzie, i rischi connessi alle passività potenziali, ecc.) ed il valore di riserva. Poiché quest'ultimo è ricavato dal primo, occorre partire dal valore fondamentale.

L'analisi del caso può permettere di illustrare come può essere affrontato il problema valutativo e quali possano essere i possibili esiti.

6. Il caso della vendita in asta di un gruppo di aziende nel settore ambiente da parte di una procedura

Il caso riguarda la vendita in asta di un gruppo molto esteso (composto da partecipazioni in circa 60 società fra controllate e collegate) operante nel settore dell'ambiente e gestite in forma integrata. Il gruppo assume una struttura piramidale ed è strutturato su cinque livelli partecipativi, con la partecipazione di soci terzi a tutti i livelli della piramide. Si tratta di un settore regolamentato caratterizzato dunque da molte possibili discontinuità (ad esempio concessioni di ampliamento di discariche) ed al contempo caratterizzato da opportunità di sviluppo, legate tuttavia ad una condizione operativa libera dai condizionamenti dell'essere partecipata da una capogruppo in liquidazione coatta amministrativa.

Già prima dell'asta era stato pubblicato sulla stampa nazionale ed internazionale un invito a manifestare un

interesse non vincolante per l'acquisto delle società del gruppo eventualmente separabile in due perimetri relativamente alle aree geografiche di operatività delle società. Le manifestazioni di interesse hanno riguardato nove soggetti che si sono pronunciati a favore dell'acquisto dell'intero gruppo e non dei perimetri separati.

A valle di questa raccolta di manifestazioni di interesse è stato predisposto il disciplinare di gara per la cessione in asta dell'intero perimetro.

Il disciplinare di gara fissa numerosi vincoli all'acquirente:

- a) il mantenimento della sede legale ed operativa per almeno 3 anni;
- b) impegni di stabilità occupazionale nel rispetto di livelli minimi sempre per almeno 3 anni;
- c) obbligo di investimento minimo per il triennio successivo all'acquisto corrispondente in ammontare al totale degli investimenti da piano;

e prevede:

- 1) l'assenza di qualsivoglia garanzia a favore dell'acquirente al di fuori di quelle minime che consentono all'acquirente di stipulare un'eventuale polizza assicurativa;
- 2) la possibilità di offerte di acquisto congiunte fra più partecipanti;
- 3) l'accreditamento alla procedura di vendita attraverso il versamento di una *entry fee* (scalata dal prezzo in caso di acquisto, altrimenti trattenuta dalla procedura);
- 4) l'inserimento in *Data Room* dei piani di ciascuna delle principali società del Gruppo formulati con l'ausilio di un *advisor* esterno. Per le partecipazioni più rilevanti sono stati costruiti due piani: un piano inerziale ed un piano *full potential* che considera anche i risultati che potrebbero essere ottenuti grazie all'avvio di nuove iniziative non ancora autorizzate o viceversa non ancora realizzate dalle società per vincoli finanziari;
- 5) la formulazione di offerte sulla base di tre fasi:
 - a. fase 1: manifestazione di interesse attraverso un'offerta non vincolante prima dell'accesso alla *Data Room*, accompagnata dall'attestazione di una banca che certifichi che il soggetto offerente (non il gruppo di cui fa parte) sia in grado di far fronte finanziariamente all'offerta;
 - b. fase 2: formulazione dell'offerta vincolante dopo l'accesso alla *Data Room* e l'attività di *Due Dili-*

gence virtuale e versamento del 10% a titolo di caparra (o garanzia bancaria corrispondente) e presentazione dell'attestazione di una banca che certifichi che il soggetto offerente sia in grado di far fronte finanziariamente all'offerta;

- c. fase 3: ammissione alla fase di rilancio a partecipazione ristretta. Se le offerte presentate risultano inferiori al prezzo di riserva (segreto), viene comunicato ai partecipanti il prezzo di riserva. Quando il numero dei partecipanti è pari a tre o superiore, è ammesso al rilancio un numero di partecipanti inferiore al numero dei soggetti che hanno presentato domande vincolanti. Il numero massimo di partecipanti ammessi alla fase di rilancio è pari a cinque. Ciò significa che per non essere esclusi nella fase del rilancio, in presenza di molte offerte vincolanti, è necessario posizionarsi entro le prime offerte in graduatoria di prezzo offerto. In coincidenza con l'ammissione alla fase di rilancio viene comunicato anche il prezzo più elevato offerto nella fase precedente.

Pertanto nella terza ed ultima fase i partecipanti all'asta conoscono il prezzo massimo offerto nella fase precedente e, nel caso in cui tale prezzo sia inferiore al prezzo di riserva anche il prezzo di riserva.

In caso di formulazione di offerte nella terza fase inferiori al prezzo di riserva il Commissario si riserva di non procedere all'aggiudicazione.

La stima del valore fondamentale si è basata sulla seguente architettura di impianto valutativo:

- a) è stata effettuata una valutazione analitica di ciascuna società appartenente al gruppo con la ricostruzione del valore della holding attraverso un'analisi dal basso verso l'alto, con progressiva valorizzazione della società partecipante di livello superiore attraverso la somma fra il valore del *core business* della partecipante e del valore pro-quota della partecipata espresso al netto dell'eventuale gravame fiscale in regime Pex. Non è stato applicato alcun premio per il controllo. Trattandosi di un gruppo integrato, la valutazione delle singole società non esprime il loro valore *stand alone*, ma il valore che esse apportano al gruppo di cui fanno parte;
- b) per le società che dispongono di piani, la valutazione si è fondata sul criterio DCF *asset side* ancorato ai piani inerziali (senza considerare

- i piani di sviluppo) in quanto il valore fondamentale o intrinseco esprime un valore in atto. Il valore delle potenzialità future, rappresenta la parte incerta di valore, che deve essere svelata dal processo d'asta;
- c) per le società (minori) prive di piano, per le quali potesse essere assunta una vita indefinita, la valutazione si fonda su un criterio reddituale sintetico *asset side*;
 - d) per le altre società (minori) la valutazione si è fondata su un criterio patrimoniale;
 - e) il valore attuale dei flussi di cassa in uscita relativi agli investimenti minimi obbligatori (minuendo) è stato calcolato sulla base di un tasso privo di rischio (in quanto si tratta di un'obbligazione certa per il potenziale acquirente);
 - f) il DCF ed il criterio reddituale puro sono stati applicati nella versione APV (*Adjusted Present Value*), dove i flussi di cassa o redditi operativi ed i risparmi fiscali sugli oneri finanziari sono stati attualizzati al costo del capitale *unlevered*;
 - g) per alcune società (discariche, impianti fotovoltaici, ecc.) si è adottata una prospettiva reddituale finita;
 - h) per la holding e le subholding è stato stimato l'holding discount sulla base del valore attuale dei costi di struttura.

Non è stato considerato invece il costo della polizza assicurativa in quanto è stato assimilato ad un costo di transazione (al pari delle spese relative alla procedura di gara).

Ottenuto il valore fondamentale della capogruppo che esprime il valore cui i creditori dell'entità fallita rinunciano, è stato ricavato il prezzo base d'asta sulla base dell'applicazione di uno sconto. La misura dello sconto è stata fatta coincidere con la misura massima (14%) dello sconto rilevata nello studio di Dinc, Rel e Liao in precedenza citato. Lo sconto è stato applicato esclusivamente al valore della capogruppo e non alle singole società partecipate. Come si è già rilevato in precedenza il prezzo di riserva non costituisce una stima del prezzo più probabile che può essere ricavato dall'asta, ma piuttosto il prezzo limite in grado di attirare il maggior numero di potenziali acquirenti, senza tuttavia fornire una indicazione distorta del valore fondamentale (come potrebbe verificarsi se lo sconto applicato fosse eccessivo).

Per svolgere il proprio ruolo, il prezzo di riserva deve essere credibile e per questo occorre che:

- a) rappresenti un valore scontato rispetto al valore fondamentale (come dimostra l'insuccesso di molte aste che assumono come prezzo di riserva o peggio ancora come base d'asta il valore fondamentale o di mercato dell'attività da cedere);
- b) rappresenti un valore credibile, nel senso che rispecchi un valore che i partecipanti al mercato riconoscano come un valore scontato rispetto al giusto valore fondamentale;
- c) rappresenti un deterrente alla collusione fra i partecipanti all'asta, nel senso che il prezzo di riserva segreto è comunicato ai partecipanti all'esito della seconda fase se tutte le offerte sono inferiori a quel prezzo.

Dunque stimato pari a 100 il valore fondamentale il prezzo di riserva è stato posto pari ad 86.

A fronte della manifestazione di interesse da parte di otto soggetti, gli accreditati all'accesso alla *Data Room* sono risultati sette (uno dei soggetti che aveva manifestato interesse ha rinunciato). Dei sette accreditati solo due hanno presentato un'offerta vincolante (i restanti cinque soggetti non hanno partecipato per ragioni diverse: due soggetti probabilmente erano solo interessati a raccogliere informazioni su un concorrente; due soggetti non hanno potuto partecipare in quanto i rispettivi consigli di amministrazione erano in rinnovo; un soggetto straniero non ha partecipato a seguito delle vicende legate al Covid. Entrambe le offerte erano inferiori al prezzo di riserva e la seconda offerta era considerevolmente inferiore al prezzo di riserva pari all'incirca al 55% del valore fondamentale ed al 67% del valore di riserva. Prima del rilancio veniva reso noto il valore di riserva ed il massimo prezzo offerto nella fase precedente. Al termine della fase di rilancio il soggetto che era risultato secondo nella fase di presentazione delle offerte vincolanti risultava vincitore con un prezzo pari a 105. L'asta si è chiusa dunque con un prezzo che riconosce un premio rispetto al valore fondamentale (nessuno sconto). Il soggetto vincitore ha rilanciato la sua offerta della fase precedente dell'80%. L'asta si è chiusa con successo. Il prezzo finale ha svelato il valore delle potenzialità legate alle nuove iniziative (pari al 5% del valore in atto). Le ragioni del successo vanno ascritte al meccanismo d'asta ed alla credibilità dei valori stimati: il valore di riserva, comunicato ai partecipanti all'asta ed il valore fondamentale, non comunicato, ma che esprimendo un valore in atto ha consentito di svelare il valore potenziale di crescita.

7. Conclusioni

La vendita in asta di aziende *in bonis* costituisce una fattispecie di liquidazione forzata diversa da quella che caratterizza la cessione atomistica di attività da parte di aziende in crisi. La cessione di singole attività quando riguarda settori in crisi soffre della circostanza che i potenziali acquirenti in grado di garantire il massimo e miglior uso alle attività soffrono, in virtù della crisi, dell'indisponibilità dei mezzi finanziari necessari ad acquistare le attività e dunque gli unici potenziali acquirenti sono soggetti finanziari, interessati all'acquisto solo a condizioni vantaggiose per poter locare l'attività a *strategic buyer* e cedere poi l'attività a prezzi più elevati superata la crisi. Diversa è invece l'esperienza relativa alla vendita di aziende in funzionamento. L'esperienza svedese dell'asta automatica delle aziende insolventi, mostra come i prezzi di aggiudicazione delle aziende per le quali vi siano state manifestazioni di interesse all'acquisto dell'azienda in continuità piuttosto che dell'acquisto frazionato delle singole attività non evidenzino in media alcuno sconto rispetto al valore fondamentale delle aziende stesse. Si tratta tuttavia di "aste aperte a primo prezzo" (*first price open auction*).

Nei fallimenti o nelle liquidazioni coatte amministrative, nel nostro Paese, l'asta assume la forma "a primo prezzo in busta chiusa" (*first price sealed auction*). Spesso tuttavia nel nostro Paese queste vendite comportano sconti significativi nel prezzo di aggiudicazione, in quanto nel caso in cui l'asta vada deserta normalmente si applicano i criteri dell'art. 591 c.p.c. che prevede una riduzione di prezzo base del 25% ad ogni asta successiva. Uno degli errori più frequenti delle aste in parola consiste nella fissazione di un prezzo base d'asta corrispondente al valore di mercato (nel caso di attività) o al valore fondamentale o intrinseco (nel caso di aziende). L'errore consiste nel ritenere che il prezzo base d'asta debba corrispondere al valore medio più probabile che ci si attenderebbe di realizzare in una negoziazione diretta. Far coincidere il prezzo base d'asta con il prezzo che sarebbe richiesto in una negoziazione diretta disinnesca il meccanismo competitivo alla base dell'asta, perché disincentiva i partecipanti con minori probabilità di assegnazione a partecipare all'asta e lascia liberi i partecipanti con maggiore probabilità di vincita di adottare comportamenti opportunistici a proprio favore. L'asta si trasforma così nei fatti in un'asta "chiusa" a prezzo segreto a prezzo decrescente (per via della riduzione del 25% del prezzo ad ogni asta) con risultati insoddisfacenti, ma del tutto allineati a quanto prevedibile sulla base della teoria delle aste.

L'articolo riporta un caso in cui nella liquidazione coatta amministrativa di un gruppo di aziende *in bonis* (ancorché sofferenti di alcuni costi indiretti di dissesto) si è seguita una strada diversa nella gestione dell'asta. Infatti, pur adottando la forma dell'asta a primo prezzo a busta chiusa, la procedura ha adottato delle scelte importanti:

- a) non ha adottato alcun prezzo base d'asta;
- b) ha strutturato l'asta in tre fasi, riconducibili a: 1) manifestazione d'interesse con offerta non vincolante ed *entry fee*; 2) offerta vincolante; 3) rilanci;
- c) ha previsto ad esito della fase 2: 1) la comunicazione degli ammessi alla fase di rilancio; 2) il prezzo massimo offerto nella fase 2 e; 3) la comunicazione del prezzo di riserva segreto nel caso in cui le offerte fossero risultate inferiori a tale prezzo, come effettivamente avvenuto;
- d) ha potuto contare su un prezzo di riserva credibile che ha stimolato rilanci di dimensione molto rilevante da parte dei partecipanti, con ribaltamento della graduatoria fra l'esito della fase 2 (ante comunicazione del prezzo di riserva) e la fase 3 (post comunicazione del prezzo di riserva).

Il prezzo di riserva è stato stimato applicando uno sconto del 14% al valore fondamentale o intrinseco della società (capogruppo) posta in vendita tramite asta.

Lo sconto è allineato allo sconto massimo rilevato dallo studio di Dinc, Erel e Liao del 2017 relativamente alla cessione di partecipazioni in società quotate *in bonis* da parte di imprese *distressed*. Benché riferita a partecipazioni di minoranza, l'evidenza riportata nell'articolo si riferisce infatti a:

- a) vendite forzate;
- b) di partecipazioni;
- c) in società quotate;
- d) detenute da società *distressed*;

e dunque esprime una misura più precisa e appropriata rispetto ad altre misure di sconti relative a "*forced sales*" presenti in letteratura e riferibili rispettivamente alla vendita forzata di attività reali prive di mercato attivo oppure alla vendita di pacchetti azionari in società quotate da parte di fondi comuni d'investimento nelle fasi in cui sono costretti a cedere parte del portafoglio per far fronte ai riscatti. Infatti si tratta di sconti "temporanei" in quanto lo studio evidenzia che non hanno effetti (al contrario delle cessioni dei fondi comuni d'investimento) duraturi sul valore delle società quotate cui le partecipazioni cedute si riferiscono.

Il valore intrinseco è invece stato stimato sulla base del valore fondamentale della società (gruppo) nella prospettiva “*as is where is*” ed esprime pertanto un valore in atto. Il valore potenziale del gruppo legato a nuove iniziative subordinate ad autorizzazioni, concessioni e ad investimenti che il gruppo nelle attuali condizioni non è in grado di realizzare costituiva la parte di valore “ignota” che il meccanismo d’asta è stato in grado di svelare. Il caso illustra come a fronte di un valore fondamentale

di 100, un prezzo di riserva pari ad 86, una prima offerta vincolante del soggetto che è poi risultato vincitore di 55, lo stesso soggetto ha rilanciato ad un prezzo di 104 riconoscendo tutto il valore fondamentale ed un premio per le opportunità di sviluppo pari al 4%.

Il caso è esemplificativo di come valutazioni corrette possano aiutare le procedure di liquidazione di aziende in crisi.

PRINCIPI E FORMULA GENERALE DI VALUTAZIONE DELLE IMPRESE A RISCHIO DI NON SOPRAVVIVENZA

DI MAURO BINI

1. Introduzione

Tecnicamente le imprese a rischio di non sopravvivenza sono imprese che presentano un valore economico dell'attivo pari o inferiore al valore nominale del debito. Sono imprese per le quali l'*equity* è *at the money* o *out of the money*. Sono dunque imprese dove l'imprenditore ha già perso il capitale, ma gestisce ancora l'impresa, spesso nell'ambito di accordi di ristrutturazione, concessi dai creditori che rischierebbero in una liquidazione atomistica della società perdite molto rilevanti.

Sono imprese particolari, dove l'imprenditore non rischia (ha già perso il capitale) e può solo guadagnare e dove i creditori rischiano ed anch'essi non possono che guadagnare da uno scenario di continuità aziendale rispetto ad uno scenario di liquidazione atomistica.

La valutazione di queste imprese è resa complessa dall'esistenza di molti fattori ed elementi che normalmente non sono presenti nella valutazione delle aziende in condizioni normali. Questo articolo è dedicato ad identificare alcuni principi chiave cui è utile far riferimento nella valutazione delle aziende a rischio di non sopravvivenza ed a proporre una formula generale di valutazione che consideri tutti gli elementi che i principi chiave permettono di identificare come rilevanti.

2. I principi chiave che presidiano l'economia delle imprese a rischio di non sopravvivenza

Di seguito sono riassunti alcuni principi noti in letteratura, ma che sono in larga misura ancora disapplicati nelle fasi di *monitoring*, di diagnosi e di risoluzione dello stato di crisi d'impresa e dei quali è necessario tenere conto a fini valutativi.

Primo principio: *Il valore contabile del patrimonio netto delle imprese non esprime una indicazione affidabile del valore economico dell'equity.*

La contabilità registra con ritardo la perdita di valore delle aziende dovuta a problemi strutturali per due principali ragioni.

La prima ragione riguarda il fatto che i principi contabili non consentono di iscrivere l'avviamento formato internamente e ciò comporta per le imprese con avviamento negativo (*badwill* anziché di un *goodwill*) che non venga registrato il minor valore riconducibile al *badwill* (in quanto andrebbe allocato ai singoli cespiti). Il valore di capitale economico ed il valore di mercato riflettono invece sempre il valore del *badwill*.

La seconda ragione riguarda il fatto che i principi contabili consentono alternativamente di redigere un bilancio in continuità o in liquidazione ed il bilancio in continuità esprime sempre valori superiori a quello in liquidazione, mentre il valore di mercato di un'azienda a rischio di non sopravvivenza è una media ponderata dei valori che l'impresa può assumere nei due possibili stati del mondo alternativi (il valore dell'azienda in continuità ed il valore dell'azienda in liquidazione).

Al contempo la crisi può far registrare alle imprese perdite così significative da condurre il patrimonio a valori negativi. In altri ordinamenti – ad esempio gli Stati Uniti – le imprese possono operare con patrimonio netto negativo qualora dimostrino di essere in grado di far fronte ai propri impegni finanziari. Molte imprese statunitensi quotate hanno patrimoni netti negativi, per periodi molto protratti. Nel nostro Paese alle imprese con patrimonio netto negativo è preclusa la continuità aziendale, in assenza di ricapitalizzazioni.

Secondo principio: *Il valore di mercato dell'impresa a rischio di non sopravvivenza, fatta eccezione di casi di società quotate o di transazioni recenti aventi per oggetto i titoli della società, non è direttamente osservabile.*

I valori di mercato di imprese non quotate o che non siano state oggetto di recenti transazioni non è osserva-

bile. E' una quantità che deve essere stimata e la cui stima richiede tempo e risorse qualificate (richiede quindi costi). La conseguenza è che, mentre per le imprese in condizioni ordinarie (non in difficoltà) il *monitoring* da parte dei soggetti interni (*in primis* il consiglio di amministrazione) ed esterni (*in primis* le banche) si fonda su quantità contabili (che esprimono valori più conservativi, a causa dell'avviamento non rilevato contabilmente) e quindi presenta costi inferiori, nel caso di imprese a rischio di non sopravvivenza il *monitoring* per essere efficace deve fondarsi sui valori economici e presenta quindi costi considerevolmente più elevati.

Terzo principio: *La riduzione di valore dell'equity aumenta il leverage (a valori di mercato).*

Il rapporto di indebitamento normalmente è misurato sulla base dei valori contabili del debito e dei mezzi propri, sulla base del presupposto (non necessariamente verificato per le imprese a rischio di non sopravvivenza) che i valori contabili siano misure più conservative rispetto ai valori di mercato. Ciò comporta che dato un livello di patrimonio netto contabile (che per imprese che non siano in perdita è stabile o crescente), la variazione del rapporto di indebitamento sia funzione esclusivamente delle variazioni di debito (accensioni di nuovo debito o rimborsi di debito preesistente). Chiunque sia familiare con la finanza aziendale sa che la misura più appropriata di indebitamento deve fare riferimento ai valori di mercato del debito e dell'*equity*; in quanto i valori di mercato sono funzione dei cash flow futuri attesi ed al ridursi dei cash flow i valori di mercato si adeguano con maggiore prontezza rispetto ai valori contabili. Questa è anche la ragione per cui le banche fissano *covenants* sul debito fondati su misure contabili di flusso e non di *stock* (ad esempio Debito Netto/Ebitda). Nel caso delle imprese a rischio di non sopravvivenza la variazione di *leverage* è funzione più della riduzione del valore dell'*equity*, che non dell'incremento di indebitamento (essendo il debito razionato all'impresa in difficoltà). Se si riduce il valore dell'*equity* aumenta il *leverage* a parità di debito, semplicemente perché si riduce la capacità prospettica dell'impresa di generare flussi di cassa da destinare (anche) a servizio del debito.

Un'impresa con investimenti a valore attuale netto positivo potrebbe ridurre il proprio *leverage* nonostante l'aumento dell'indebitamento necessario alla realizzazione dei nuovi investimenti, per effetto di un aumento più che proporzionale del valore dell'*equity* rispetto all'incremento del debito. Se il razionamento del credito co-

stringe l'impresa ad un progressivo declino, il *leverage* è inevitabilmente destinato a crescere. Se invece il credito è strumento di risanamento dell'impresa, pur in presenza di un aumento del debito, il *leverage* a valori di mercato potrebbe registrare una riduzione.

Quarto principio: *Le variazioni di leverage (a valori di mercato) non sono simmetriche, seguono un effetto "cremagliera": le imprese reagiscono a shock esogeni favorevoli aumentando il leverage, ma di fronte a shock esogeni sfavorevoli non lo diminuiscono (leverage ratchet effect).*

Le imprese adottano un comportamento asimmetrico nella gestione del *leverage*.

Quando le imprese subiscono un *shock* esogeno positivo che ne incrementa la redditività, ad esempio per effetto di un incremento nella domanda, ed il valore del loro *equity* aumenta con conseguente diminuzione del *leverage*, normalmente reagiscono aumentando più che proporzionalmente l'indebitamento e incrementando così il *leverage* iniziale. In questo comportamento sono spesso indotte anche dagli intermediari finanziari che accrescono la disponibilità di credito (*Loan-to-Value*) e ne riducono il costo in fasi espansive. In settori caratterizzati da forte ciclicità, la disponibilità ed il costo del credito figurano fra le principali determinanti degli investimenti nelle fasi espansive del ciclo. Analogamente le operazioni di crescita esterna (*merger waves*) trovano spesso fra le principali determinanti la possibilità di raccogliere credito a basso costo. L'attività di *pushing* degli intermediari in fasi espansive del ciclo riveste un ruolo importante nella asimmetria della gestione del *leverage* da parte delle imprese non finanziarie.

Quando invece le imprese subiscono uno *shock* esogeno negativo, ad esempio per effetto della contrazione nella domanda, ed il loro valore si riduce con conseguente aumento del *leverage*, non riducono l'indebitamento (anche quando l'indebitamento è così elevato che una sua riduzione accrescerebbe il valore d'impresa).

Quinto principio: *I valori contabili, in un percorso di ristrutturazione, forniscono un'indicazione errata delle reali performance d'impresa, al contrario dei valori di capitale economico, qualunque sia la politica contabile (di svalutazioni) adottata.*

Si pensi al caso di un'impresa il cui piano di ristrutturazione quinquennale prevede perdite per i prossimi due esercizi. Il patrimonio netto contabile dell'impresa è de-

stinato a diminuire, ma il valore di capitale economico se il piano di ristrutturazione viene realizzato è destinato ad aumentare. La tabella 1 riporta un semplice esempio in questo senso. Il piano di ristrutturazione per i prossimi cinque esercizi prevede perdite nei primi due esercizi e poi utili netti positivi nei tre esercizi successivi. Nell'ultimo anno (anno 5) l'utile si assesta ad un valore di 4 milioni di euro e si ritiene sia proiettabile nel futuro senza crescita ($g = 0\%$), avendo raggiunto l'impresa una situazione di equilibrio (*steady state*). Il costo del capitale proprio (coc) è pari al 10%. Ipotizzando, per semplicità che i risultati netti di imposta, corrispondano anche ai cash flow (= FCFE = *Free Cash Flow to Equity*¹) è possibile calcolare il valore del capitale economico (*valore dell'equity*) dell'impresa al tempo zero semplicemente attualizzando i flussi di risultato attesi nel periodo di previsione esplicita e poi proiettando in perpetuo il flusso di utile dell'ultimo anno. Si ottiene così un valore al tempo 0 pari a 16,9 milioni di euro. Poiché l'impresa ha un patrimonio netto contabile (al tempo 0 = patrimonio netto iniziale al tempo 1) molto superiore (pari a 80 milioni di euro) al valore di capitale economico (16,9 milioni di euro), il multiplo P/BV (valore di capitale economico/patrimonio netto iniziale) è pari a 0,21 (=16,9/80).

Negli anni successivi, se il piano di ristrutturazione non subisce scostamenti:

- il patrimonio netto iniziale è destinato a diminuire nei primi due anni per effetto delle perdite di esercizio (sino a 65 milioni di euro alla fine del secondo anno = patrimonio netto finale esercizio 2 = patrimonio netto iniziale esercizio 1 – perdite cumulate esercizi 1 e 2 = 80 – 15 = 65). Da quell'anno in poi (fine esercizio 2) il patrimonio rimane stabile (per via dell'ipotesi che l'utile netto venga integralmente distribuito: utile netto = FCFE);
- le perdite degli esercizi 1 e 2 corrispondono a flussi di cassa negativi che devono essere ripianati da finanziamenti soci (nell'esempio per semplicità considerati infruttiferi);
- il valore di capitale economico (comprensivo del finanziamento soci) è destinato invece ad aumentare sulla base della relazione secondo cui il valore dell'esercizio successivo (V_{T+1}) è pari al valore dell'esercizio precedente (V_T) montato al costo del capitale (coc) e ridotto del FCFE dell'anno precedente, ovvero:

$$V_{T+1} = V_T \times (1 + coc) - FCFE_{T+1}$$

Così ad esempio il valore di capitale economico che al tempo zero è pari a 16,9 milioni di euro al tempo 1 è destinato a diventare (*post money*, ovvero comprensivo del finanziamento soci di 10):

$$V_1 = V_0 \times (1 + coc) - FCFE_1 = \\ 16,9 \times (1 + 10\%) - (-10) = 28,6$$

Con la conseguenza che il multiplo P/BV passa da 0,21 a 0,41. La tabella mostra come il valore al tempo 1 così ottenuto coincida con il valore attuale dei FCFE attesi a far tempo dalla fine dell'esercizio 1. Il valore di capitale economico *pre-money* – ovvero al netto del finanziamento soci (= 28,6 – 10 = 18,6) – sarebbe cresciuto del 10% (= 18,6/16,9 – 1) a fronte di perdite pari al 12,5% del patrimonio netto contabile (ROE = -12,5%).

Dunque mentre la *performance* contabile mostra una perdita, il valore dell'*equity* al netto del finanziamento soci mostra un incremento allineato al costo del capitale.

L'esempio mostra anche come il ROE dell'impresa (calcolato come utile netto/patrimonio netto iniziale) risulti sempre inferiore al rendimento offerto dalla società all'ipotetico investitore che ne avesse acquistato il capitale ad un prezzo corrispondente al valore di capitale economico al tempo zero (in quanto il valore contabile del patrimonio netto contabile è sempre superiore al valore di capitale economico, infatti il multiplo P/BV è inferiore all'unità). Il rendimento per l'investitore è sempre pari al 10% in ciascun anno (pari al costo del capitale) mentre il ROE è sempre inferiore (ancorché in progressivo miglioramento dal -12,5% del primo anno al +6,2% dell'ultimo anno). Il patrimonio netto contabile anche nell'ultimo anno di piano (= 65) rimane ancora superiore al valore di capitale economico della società anche nell'ultimo anno (a piano di ristrutturazione realizzato = 40).

La tabella 2 mostra lo stesso esempio della tabella precedente, ma ipotizza che il patrimonio venga svalutato al tempo zero della differenza fra valore contabile e valore di capitale economico a termine (= -25 = 40 – 65) cosicché il patrimonio netto a fine periodo risulti perfettamente

¹ Questa ipotesi comporta che le perdite corrispondano a finanziamenti infruttiferi e i soci devono garantire alla società e gli utili corrispondono a dividendi distribuiti.

TABELLA 1

anni	0	1	2	3	4	5	TV
Patrimonio netto iniziale		80	70	65	65	65	
Utile netto = FDCE		-10	-5	1	3	4	4
Patrimonio netto finale		70	65	65	65	65	4
ROE		-12,5%	-7,1%	1,5%	4,6%	6,2%	
Stima del valore di capitale economico a T=0							
Costo del capitale	10%						
tasso di crescita g nel valore terminale	0%						
Discount factor		0,909	0,826	0,751	0,683	0,621	
Valore attuale FCFE		-9,1	-4,1	0,8	2,0	2,5	
Somma /valore attuale FCFE	-7,9						
TV							40
Valore attuale TV	24,8						
Valore di capitale economico a T=0	16,9						
Valore di capitale economico/Patrimonio netto iniziale (P/BV)	0,21						
Stima del valore di capitale economico a T=1							
Discount factor			0,909	0,826	0,751	0,683	
Valore attuale FCFE			-4,5	0,8	2,3	2,7	
Somma /valore attuale FCFE		1,3					
TV							40
Valore attuale TV	27,3						
Valore di capitale economico a T=1	28,6=16,9* (1+10%) - (-10)						
Valore di capitale economico/Patrimonio netto finale (P/BV)	0,41						
Stima del valore di capitale economico a T=2							
Discount factor				0,909	0,826	0,751	
Valore attuale FCFE				0,9	2,5	3,0	
Somma /valore attuale FCFE			6,4				
TV							40
Valore attuale TV			30,05				
Valore di capitale economico a T=2			36,45=28,59* (1+10%) - (-5)				
Valore di capitale economico/Patrimonio netto finale (P/BV)			0,56				
Stima del valore di capitale economico a T=3							
Discount factor					0,909	0,826	
Valore attuale FCFE					2,7	3,3	
Somma /valore attuale FCFE				6,0			
TV							40
Valore attuale TV				33,1			
Valore di capitale economico a T=3				39,1=36,45* (1+10%) -1			
Valore di capitale economico/Patrimonio netto finale (P/BV)				0,60			
Stima del valore di capitale economico a T=4							
Discount factor						0,909	
Valore attuale FCFE						3,6	
TV							40
Valore attuale TV						36,4	
Valore di capitale economico a T=4						40,0=39,1* (1+10%) -3	
Valore di capitale economico/Patrimonio netto finale (P/BV)						0,62	
Stima del valore di capitale economico a T=5							
Valore di capitale economico = Valore terminale value						40=40* (1+10%) -4	
Valore di capitale economico/Patrimonio netto finale (P/BV)							0,62

TABELLA 2 REDDITIVITÀ CONTABILE (ROE) CON SVALUTAZIONE DEL PATRIMONIO INIZIALE PARI ALLA DIFFERENZA FRA PATRIMONIO FINALE A TERMINE DEL PIANO DI RISTRUTTURAZIONE (IN ASSENZA DI SVALUTAZIONE) E VALORE DI CAPITALE ECONOMICO FINALE (=40-65=-25)

anni	0	1	2	3	4	5
Patrimonio netto iniziale	80	55	45	40	40	40
Utile netto = FDCE		-10	-5	1	3	4
Svalutazione non monetaria	-25					
Patrimonio netto finale	55	45	40	40	40	40
ROE		-18,2%	-11,1%	2,5%	7,5%	10,0%

TABELLA 3 REDDITIVITÀ CONTABILE (ROE) CON SVALUTAZIONE DEL PATRIMONIO INIZIALE PARI ALLA DIFFERENZA FRA PATRIMONIO NETTO INIZIALE AL TEMPO 0 E VALORE DI CAPITALE ECONOMICO AL TEMPO 0 (=16,9-80=-53,1)

anni	0	1	2	3	4	5
Patrimonio netto iniziale	80	16,9	6,9	1,9	1,9	1,9
Utile netto = FDCE		-10	-5	1	3	4
Svalutazione non monetaria	-63,1					
Patrimonio netto finale	16,9	6,9	1,9	1,9	1,9	1,9
ROE		-59,2%	-72,5%	52,6%	157,9%	210,5%

allineato al valore di capitale economico dell'impresa ristrutturata. In questo caso il ROE dell'ultimo anno di piano (ad impresa ristrutturata) coincide con il rendimento offerto all'investitore (10%).

L'aspetto interessante che emerge da questa analisi è che per allineare la performance contabile alla performance a valore dell'impresa occorre svalutare il patrimonio contabile: per allineare la redditività alla fine del piano di ristrutturazione è sufficiente svalutare il patrimonio netto di una misura pari alla differenza fra valore contabile atteso a fine piano e valore economico a fine piano (cioè di una misura pari a - 25, che corrisponde alla c.d. perdita durevole registrata dall'impresa).

La tabella 3 mostra invece il caso in cui la svalutazione

contabile corrisponde alla differenza fra il patrimonio netto iniziale al tempo 0 (= 80) ed il valore di capitale economico al tempo 0 (= 16,9) e sia dunque pari a 53,1. In questo caso se si impedisce la rivalutazione dei cespiti nel tempo il patrimonio netto si assesta su valori molto inferiori al valore di capitale economico e la redditività contabile esplode al 210%.

Se infine la società registrasse una svalutazione pari a 53,1 ed i soci anziché effettuare un finanziamento infruttifero sottoscrivessero direttamente aumenti di capitale, il patrimonio netto rimarrebbe sempre eguale nel corso di tutto il piano di ristrutturazione e sempre inferiore al valore di capitale economico, con l'effetto comunque di sopravvalutare la redditività effettiva (ROE > del costo del capitale) negli esercizi 4 e 5.

TABELLA 4 REDDITIVITÀ CONTABILE (ROE) CON SVALUTAZIONE DEL PATRIMONIO INIZIALE PARI ALLA DIFFERENZA FRA PATRIMONIO NETTO INIZIALE AL TEMPO 0 E VALORE DI CAPITALE ECONOMICO AL TEMPO 0 (=16,9-80=-53,1) E FINANZIAMENTO SOCI SOTTO FORMA DI AUMENTO DI CAPITALE

anni	0	1	2	3	4	5
Patrimonio netto iniziale	80	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9
Utile netto = FDCE		-10	-5	1	3	4
Aumento di capitale		10	5			
Svalutazione non monetaria	-63,1					
Patrimonio netto finale	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9
ROE		-59,2%	-29,6%	5,9%	17,8%	23,7%

Sesto principio: *Il rischio d'impresa in un ambiente competitivo dinamico è riconducibile alla mancanza di investimenti o alla realizzazione di investimenti eccessivi.*

Il rischio di non sopravvivenza di un'impresa può essere funzione di due comportamenti limite, in un ambiente competitivo dinamico:

- a) mancanza di investimenti;
- b) eccesso di investimenti.

Vediamo perché.

a) Mancanza di investimenti

In un ambiente competitivo dinamico è richiesto all'impresa un continuo sforzo per migliorare la propria efficienza, per adattarsi alla nuova tecnologia, per rispondere alle mutate esigenze della domanda, ecc. Ciò comporta che le imprese più conservative si adattino meno velocemente al cambiamento e soffrono maggiormente della dinamica competitiva. Sono cioè gli investimenti che le imprese non realizzano (mancati adeguamenti tecnologici mancata formazione del personale, mancata ricerca e sviluppo, mancata pubblicità, ecc.) a deteriorarne le performance nel tempo. L'impresa a rischio di non sopravvivenza normalmente è un'impresa che nel passato ha perso opportunità di investimento o che non ne ha coltivate di nuove per il prossimo futuro. Con il termine "opportunità di investimento" non si vuole intendere solo investimenti in cespiti o attrezzature, ma qualunque uscita monetaria di tipo discrezionale (sia che assuma la veste contabile di *capex* sia che assuma la veste contabile di *opex*) in grado di accrescere l'efficienza dell'impresa od il suo vantaggio competitivo (ad esempio spese in ricerca e sviluppo, in formazione del personale, ecc.). Questa circostanza (secondo cui il declino può originare da ciò che l'impresa non ha realizzato in termini di investimenti, piuttosto che da ciò che ha realizzato) rende particolarmente complessa l'attività di monitoraggio e di controllo preventivo delle scelte compiute dall'impresa a rischio di non sopravvivenza in quanto, al contrario dell'impresa in condizioni ordinarie, non si tratta di verificare se sono state assunte decisioni di investimento corrette esercitando eventualmente un potere di veto (*monitoring*) o di vietare espressamente talune decisioni (ad esempio la distribuzione di dividendi oltre una certa soglia) (*bonding*), ma piuttosto nel verificare quali opportunità l'impresa potrebbe cogliere ma non coglie (per un eccesso di conservatorismo o di inerzia o di mancanza di risorse finanziarie) e nello stimolare l'assunzione delle giuste decisioni.

Questa attività è:

- molto più costosa perché oltre a fondarsi sulle performance passate e correnti dell'impresa (informazione contabile e/o gestionale) richiede anche informazione strategica sul settore, sul modello di business dell'impresa e sulle fonti di vantaggio (e/o svantaggio) competitivo;
- molto più difficile da implementare perché richiede di incentivare i manager ad intraprendere progetti che altrimenti non sarebbero implementati.

b) Eccesso di investimenti

In un ambiente competitivo dinamico l'impresa può essere indotta ad effettuare investimenti di grandi dimensioni per guadagnare economie di scala e/o per acquistare un concorrente e/o per entrare in nuovi mercati. Il rischio (negativo) di qualunque investimento è funzione di tre elementi:

- a) la probabilità di insuccesso (PD = probability of Default);
- b) la perdita in caso di insuccesso (LGD = Loss Given Default);
- c) il valore di capitale economico a rischio (SVAR = Shareholder Value at Risk = LGD/Shareholder Value).

Ipotizziamo che vi siano due investimenti caratterizzati da una stessa perdita attesa (= PD x LGD) ad esempio pari a 5 milioni di euro, ma per effetto della combinazione di due diverse misure di PD e di LGD:

- investimento A: PD = 20% LGD = 25;
- investimento B: PD = 10% LGD = 50;

Date due imprese con diverso valore di capitale economico:

- Impresa X: Shareholders Value = 100
- Impresa Y: Shareholders value = 200

lo SVAR dei due investimenti per le due imprese sarà il seguente:

- Investimento A: $SVAR_x = 25/100 = 25\%$; $SVAR_y = 25/200 = 12,5\%$;
- Investimento B: $SVAR_x = 50/100 = 50\%$; $SVAR_y = 50/200 = 25,0\%$.

Ciò significa che limitarsi a misurare il rischio sulla base esclusivamente della perdita attesa (nel nostro caso pari a 5 milioni) rispetto al valore di capitale economico dell'impresa che deve assumere la decisione non solo non consen-

te di cogliere l'effettivo rischio che l'impresa corre, ma non consente neppure di cogliere il differente profilo di rischio dei due investimenti, in quanto entrambi gli investimenti mostrerebbero una perdita attesa che espressa in percentuale sul valore economico è pari al 5% per l'impresa X (= 5/100) e pari al 2,5% per l'impresa Y (= 5/200).

L'assenza di misure di rischio fondate sullo SVAR è una delle principali cause di sottovalutazione dei rischi di investimento e di conseguenti difficoltà delle imprese al manifestarsi di rischi di insuccesso.

Settimo principio: *Il valore dell'impresa in condizioni ordinarie normalmente ha un floor rappresentato dal valore steady state (impresa stabilizzata), il valore dell'impresa in declino strutturale ha come unico floor il valore di liquidazione delle attività dotate di un mercato secondario (valore che prescinde dalla strategia d'impresa).*

Il valore d'impresa normalmente è scomponibile nella somma di due elementi: il valore degli *asset in place* (o valore dell'impresa stabilizzata o *steady state*) ed il valore delle opportunità di crescita (valore attuale netto delle opportunità di crescita). Poiché le imprese non dovrebbero intraprendere nuovi investimenti a valore attuale netto negativo, il valore dell'impresa stabilizzata rappresenta anche un *floor* (valore minimo) di valore, sulla base del presupposto che l'impresa sia in grado di sviluppare endogenamente capacità e risorse in grado di mantenere le proprie performance nel tempo.

Nel caso dell'impresa in declino invece viene meno sia la capacità dell'impresa di rigenerare la capacità di reddito precedente sia la capacità di coltivare nuove opportunità di sviluppo per il concorso di diverse circostanze: da un lato la ristrettezza di risorse finanziarie, dall'altro la difficoltà di attrarre o mantenere talenti e/o risorse e/o relazioni chiave. Per questo insieme di ragioni il valore minimo dell'impresa in declino finisce con essere rappresentato dal valore di liquidazione delle attività dell'impresa sul mercato secondario; valore che è indipendente dalla strategia dell'impresa in declino, ma che è funzione del grado di diffusione dello stato di crisi all'interno del settore in cui l'impresa opera.

Ottavo principio: *L'insolvenza è funzione dell'indebitamento, la scelta di liquidare l'impresa è funzione del valore delle attività sul mercato secondario.*

L'insolvenza riguarda l'incapacità dell'impresa di far fronte alle proprie obbligazioni (nasce quindi da uno squilibrio

di cassa, che può essere temporaneo o strutturale) ed è funzione del livello di indebitamento dell'impresa e del piano di rimborso dei debiti stessi. Per definizione un'impresa non indebitata non può essere insolvente.

Tuttavia può essere conveniente mettere in liquidazione un'impresa non indebitata quando il suo valore di funzionamento (*going concern*) è inferiore al valore di cessione separata delle singole attività (*gone concern*). La prospettiva di funzionamento o di liquidazione non dovrebbe dunque essere funzione del *leverage* dell'impresa, ma solo del confronto fra il valore delle attività nelle due diverse prospettive (*going concern* vs. *gone concern*).

Nono principio: *Se il Q ratio (= valore di mercato/valore a costo di rimpiazzo dell'attivo d'impresa) è inferiore all'unità (valore di mercato dell'attivo < valore a costi di rimpiazzo), l'impresa non ha futuro di continuità senza ristrutturazioni.*

Il *Q ratio* è pari al rapporto fra il valore corrente di mercato dell'attivo ed il suo valore a costo di rimpiazzo. Il valore dell'attivo a costo di rimpiazzo differisce dal capitale investito. Mentre il capitale investito è funzione delle scelte compiute nel passato dall'impresa, il costo di rimpiazzo invece è funzione del rendimento normale del capitale. Se per effetto di un *shock* esogeno negativo il rendimento normale del capitale si riduce, anche il costo di rimpiazzo dei cespiti inevitabilmente si riduce. Si pensi ad esempio ad una impresa di *shipping* che ha acquistato le navi in una fase di mercato espansiva; al crollo del prezzo dei noli si accompagna un crollo del prezzo delle navi. L'impresa ha distrutto valore (in quanto il capitale storicamente investito è superiore al valore corrente dello stesso capitale) ma potrebbe comunque essere legittimata sotto il profilo economico a continuare l'attività perché il valore corrente dell'attivo è comunque superiore al valore dello stesso a costi di rimpiazzo (l'impresa è in grado di generare un avviamento). Alle condizioni correnti l'impresa è comunque efficiente (il rendimento che l'impresa ritrae dal capitale misurato a costi di rimpiazzo è superiore al costo del capitale, ovvero al rendimento normale) e sarà in grado di creare valore quando dovrà rimpiazzare i cespiti, in quanto il costo delle navi è crollato rispetto ai tempi in cui furono originariamente acquistate. Nella prospettiva valutativa conta la capacità di reddito prospettica, non gli errori del passato. Non conta quanto capitale l'impresa ha distrutto, ma se l'impresa in funzionamento si legittima ancora. È su questa base che bisogna distinguere fra imprese risanabili e imprese non risanabili. L'errore del passato definisce la dimensione della mano-

vra di ristrutturazione finanziaria da compiere, ma non la scelta se continuare o fermare l'attività.

Questa circostanza è suscettibile di generare comportamenti opportunistici da parte di talune imprese che grazie a strutture finanziarie sistematicamente sottocapitalizzate in settori caratterizzati a forte ciclicità finiscono con il trasferire al ceto bancario gli errori gestionali del passato e – grazie a piani di ristrutturazione – a conservare la continuità dell'impresa e la gestione della stessa. Questa circostanza determina una sorta di patologia delle soluzioni di crisi realizzate sotto l'ombrello protettivo della legge.

Decimo principio: *Non esiste un valore intrinseco (“as is”) dell'azienda a rischio di non sopravvivenza, ma solo un valore potenziale “to be”.*

Il valore intrinseco è una configurazione di valore che riflette la realtà operativa dell'azienda nelle sue condizioni correnti (con l'attuale destinazione d'uso delle attività, l'efficienza manageriale od operativa corrente, ecc.). Il valore intrinseco esprime pertanto un valore “as is” ed esclude ogni tipo di potenzialità latente. Tuttavia l'impresa a rischio di non sopravvivenza non è in grado di mantenere le sue condizioni correnti in quanto soffre di uno squilibrio strutturale destinato a sfociare in una ristrutturazione o nella liquidazione. Ciò comporta che: (i) il valore corrente d'impresa sia funzione dei due possibili scenari futuri alternativi (*going concern* e *gone concern*); (ii) entrambi gli scenari siano solo potenziali. Se l'impresa a rischio di non sopravvivenza deve necessariamente evolvere, in quanto altrimenti destinata all'insolvenza (ed alla perdita di continuità aziendale), non può avere un valore “as is”. L'errore più frequente nella valutazione delle imprese in declino, consiste proprio nell'assumere che le condizioni di squilibrio siano destinate a risolversi dopo un periodo definito, per effetto di un miglioramento ambiente economico generale. Invece la valutazione dell'impresa a rischio di non sopravvivenza dovrebbe essere affrontata come la valutazione di un'impresa in una fase di *start-up*; anche quest'ultima vive infatti una fase necessariamente transitoria (la *start-up* è destinata al successo o alla liquidazione). Il valore corrente di un'impresa in *start-up* è sempre funzione dell'attualizzazione di valori potenziali futuri e non della situazione corrente dell'azienda.

Undicesimo principio: *Il valore potenziale dell'impresa a rischio di non sopravvivenza è di difficile stima (si caratterizza per una elevata incertezza, c.d. inherent risk).*

Il valore di qualsiasi azienda è funzione delle *performance*

future, le quali sono funzione di tre principali elementi:

- a) la competenza del management;
- b) i possibili stati del mondo futuri (scenari);
- c) le decisioni assunte dal *top-management* in termini di strategia-struttura, relativamente al modello di business, alle fonti di vantaggio competitivo, ecc..

Quando si tratta di valutare un'impresa in condizioni ordinarie (non a rischio di non sopravvivenza): le competenze del management sono verificate attraverso un'analisi delle performance storiche dell'impresa, le proiezioni si fondano su un unico scenario prospettico e le decisioni del management sono verificate in termini di ragionevolezza dei risultati attesi.

Nel caso delle imprese a rischio di non sopravvivenza invece:

- a) il management che ha condotto l'impresa al declino, spesso non è in grado di imprimere all'impresa stessa il necessario cambiamento (le competenze per gestire un *turnaround* sono diverse dalle competenze necessarie per la gestione di un'impresa in condizioni ordinarie l'insuccesso dell'impresa è indice di una cattiva performance manageriale);
- b) gli scenari futuri che si dischiudono all'impresa a rischio di non sopravvivenza vanno dalla ristrutturazione alla liquidazione;
- c) le decisioni di strategia-struttura che il management può assumere sono vincolate all'esigenza di trovare il consenso dei creditori e/o di altri finanziatori e quindi sono condizionate da vincoli finanziari ed operativi.

Dodicesimo principio: *Qualunque impresa a rischio di non sopravvivenza soffre di costi indiretti di dissesto di natura operativa.*

Un'impresa vive di relazioni con gli *stakeholders* (clienti, fornitori, dipendenti, banche, ecc.). Quando gli *stakeholder* percepiscono che l'impresa è a rischio di non sopravvivenza, assumono precauzioni finalizzate a ridurre le conseguenze negative che potrebbero derivare loro in caso di dissesto dell'impresa a rischio. Taluni *stakeholder* rinunciano ad operare con l'impresa che, dunque, può perdere clienti, fornitori, dipendenti, ecc. Altri invece riducono i volumi di lavoro. Altri ancora mantengono le relazioni pre-esistenti ma richiedono di essere remunerati del rischio tramite condizioni economiche o finanziarie più favorevoli (i clienti tramite prezzi inferiori o maggiori

dilazioni di pagamento, i fornitori tramite prezzi superiori o minor credito di fornitura, ecc.). In altri casi l'impresa perde i requisiti per partecipare a gare o ad appalti, oppure perde le figure chiave (i talenti) di taluni processi critici necessari al successo dell'impresa stessa, ecc. In tutti i casi si tratta di maggiori costi o di minori ricavi che concorrono a formare i cosiddetti costi indiretti di dissesto. Si tratta di costi che l'impresa sostiene in quanto ritenuta eccessivamente rischiosa.

I costi indiretti di dissesto dovrebbero disincentivare l'impresa a superare un livello di *leverage* (a valore di mercato) oltre il quale il dissesto può essere considerato uno scenario possibile. Tuttavia poiché il rapporto di indebitamento può crescere – a parità di debito – per effetto di una riduzione di valore dell'*equity*, il rapporto di indebitamento può subire incrementi consistenti a seguito di *shock* esogeni negativi. Questa circostanza può generare una sorta di trappola del debito (*debt trap*), secondo cui lo *shock* esogeno negativo accresce il *leverage*, l'impresa di conseguenza non ha più accesso al credito per realizzare gli investimenti necessari a reagire alla flessione della domanda e progressivamente sperimenta un declino di *performance*, con conseguente aumento del *leverage* e l'emergere di costi indiretti di dissesto.

Le conseguenze sono così rappresentabili:

- a) al crescere del *leverage* (dovuto ad una flessione di valore dell'*equity*) il valore attuale dei costi indiretti di dissesto (attesi) cresce esponenzialmente;
- b) i costi indiretti di dissesto sono almeno parzialmente reversibili. Ciò significa che una ricapitalizzazione dell'impresa e/o un *write-off* del debito, quando accompagnato ad una adeguata ristrutturazione industriale, può comportare una riduzione dei costi indiretti di dissesto con benefici importanti in termini di risultati operativi. Ciò presuppone tuttavia che il piano di ristrutturazione e/o il soggetto che lo adotta forniscono un segnale credibile di risanamento da parte dell'impresa.

Tredicesimo principio: *La minaccia di rilevanti costi indiretti di dissesto può indurre il management dell'impresa a rischio di non sopravvivenza a ritardare l'emergere dello stato di crisi attraverso manovre di earnings management finalizzate a migliorare le performance contabili di breve termine. Al contrario quando l'impresa è già in condizioni di difficoltà manifesta il management può essere indotto a realizzare un eccesso di svalutazioni a favore di migliori risultati futuri.*

I redditi d'impresa sono funzione di scelte operative in parte discrezionali e di valutazioni parzialmente soggettive. Di qui la possibilità per le imprese di manovrare, entro certi limiti, i risultati contabili. Ad esempio, nelle fasi del declino, le imprese possono essere incentivate a migliorare i risultati contabili, tagliando i costi di manutenzione degli impianti o gli investimenti in beni intangibili che hanno natura di costo (quali i costi di ricerca, le spese pubblicitarie, ecc.) o qualunque altro costo di natura discrezionale, oppure a migliorare la posizione finanziaria netta ritardando il pagamento dei fornitori, slittando gli investimenti di mantenimento che non compromettono le performance di breve termine. Ancora, l'impresa può ritardare la svalutazione di attività o può cedere attività senza tuttavia trasferirne effettivamente il rischio (con l'effetto di accrescere le disponibilità di cassa). Sono tutte manovre finalizzate alla "gestione dell'utile" da parte del management (*earnings management*).

Le condizioni di difficoltà dell'impresa possono essere, almeno temporaneamente mascherate, attraverso scelte finalizzate a migliorare i risultati contabili – ma che distruggono valore d'impresa o espongono l'impresa a rischi ingiustificati (come ad esempio il taglio dei costi di manutenzione) - che vengono assunte per contenere i costi indiretti di dissesto che potrebbero emergere qualora le performance contabili fossero peggiori o rendessero evidente un rischio concreto di sopravvivenza.

L'*earnings management* può assumere la forma di peggioramento volontario dei risultati contabili correnti a favore di migliori risultati futuri. In particolare quando l'impresa si trova in condizioni di difficoltà manifesta, il management chiamato a risanarla può essere portato a registrare svalutazioni eccessive delle attività operative rispetto a quelle che sarebbero giustificate dalle reali condizioni d'impresa al solo fine di migliorare (artificialmente) i redditi futuri (tramite minori ammortamenti, minore costo delle merci in magazzino, ecc.).

Quattordicesimo principio: *Per un'impresa a rischio di non sopravvivenza i costi di agenzia sul debito sono sostenuti non solo dagli azionisti ma anche dai creditori.*

Oltre ai costi di dissesto, l'impresa a rischio di non sopravvivenza soffre anche dei costi di agenzia sul debito. Si tratta dei costi che sorgono per effetto del potenziale conflitto di interessi fra azionisti/manager e finanziatori a titolo di debito, in contesti in cui gli azionisti/manager godono di un vantaggio informativo (*hidden information*) o possono compiere, a proprio vantaggio, azioni che possono

mantenere nascoste al creditore (*hidden action*). Il creditore non dispone della stessa informazione di cui dispone l'azionista/manager o ne viene a conoscenza solo con ritardo (asimmetria informativa) e non è in grado di distinguere se le povere performance dell'impresa siano il risultato di azioni del debitore finalizzate ad estrarre *cash flow* dall'impresa oppure a circostanze al di fuori del controllo del debitore stesso. Le occasioni di *moral hazard* assumono spesso la forma di *asset substitution* (= sostituzione di attività meno rischiose con attività più rischiose). In tutti questi casi il creditore non è in grado *ex ante* di tutelarsi dai rischi legati a comportamenti opportunistici, in quanto: un premio per il rischio più elevato da incorporare nel tasso di finanziamento potrebbe generare fenomeni di selezione inversa (*adverse selection*) attirando prenditori più rischiosi (che godono di un maggiore vantaggio informativo rispetto ai creditori); e l'introduzione di *covenant* stringenti sui dati di bilancio (ad esempio un rapporto massimo di indebitamento commisurato all'Ebitda) potrebbe essere vanificato dal ritardo con cui l'impresa approva il bilancio stesso o potrebbe comportare la sistematica rinuncia (*waiver*) ai *covenant* da parte del creditore per la non realizzabilità del piano originariamente sottopostogli (*moral hazard*). L'assenza di contratti in grado di tutelare ex-ante i creditori da fenomeni di *adverse selection* e/o *moral hazard* finisce con esporre i creditori a costi elevati di agenzia sul debito, ai quali in genere le banche reagiscono riducendo il credito alle imprese più rischiose.

Quindicesimo principio: *I costi di agenzia sul debito sono tanto più elevati quanto maggiore è la dotazione di intangibili dell'impresa a rischio di non sopravvivenza.*

Maggiore è la dotazione di intangibili dell'impresa, maggiori sono anche gli spazi di *earnings management* (in quanto gli investimenti in intangibili sono spesati in esercizio, cosicché ad un aumento degli investimenti corrisponde una riduzione di utili e viceversa) e maggiori sono le occasioni di comportamenti opportunistici da parte degli azionisti/manager di imprese a rischio di non sopravvivenza.

Sedicesimo principio: *A causa del ricorso alla pratica del multi-affidamento la capacità delle banche di disciplinare le imprese attraverso attività di monitoring e di bonding è limitata, anche nei confronti di aziende familiari.*

Le imprese familiari dovrebbero, in linea di principio, caratterizzarsi per un minor conflitto di interessi fra

azionisti/manager e creditori. L'imprenditore familiare è interessato ad adottare prospettive gestionali di lungo termine, volte a preservare il valore dell'impresa nel tempo (anche oltre l'orizzonte della propria generazione). Ne dovrebbero discendere scelte gestionali prudenti orientate a preservare la sopravvivenza dell'impresa nel lungo termine, con un naturale allineamento degli interessi degli azionisti agli interessi dei creditori. Tuttavia l'impresa familiare soffre di due principali limiti:

- la gestione conservativa dell'impresa nelle fasi di discontinuità (tecnologica, di mercato, di prodotto, ecc.) si traduce spesso in miopia gestionale (*managerial myopia*), con la conseguenza che il rischio aumenta anziché ridursi;
- l'autoreferenzialità e la mancanza di un'adeguata attività di monitoraggio da parte di soggetti terzi indipendenti, rispetto all'imprenditore ed al suo nucleo familiare.

La Porta già nel 1999 evidenziava come l'assenza di soggetti indipendenti in grado di monitorare l'impresa familiare costituisca la principale causa dei più elevati costi di agenzia sulle obbligazioni emesse da società familiari rispetto alle obbligazioni emesse da società a proprietà frazionata. In un contesto, come il nostro, in cui le imprese familiari anche di piccola dimensione ricorrono a pluri-affidamenti bancari e dove manca una banca principale di riferimento, l'attività di *monitoring* che gli istituti di credito svolgono è molto limitata in quanto:

- i costi di *monitoring* sono molto elevati² e generano un problema di *free-riding* (ogni banca conta sul fatto che le altre banche sostengano i costi di *monitoring*);
- le banche non hanno sviluppato adeguate competenze in grado di cogliere la *managerial myopia* delle imprese affidate.

Le conseguenze sono:

- una ridotta capacità di prevenzione da parte delle banche del declino delle imprese;
- una ridotta capacità di coordinamento delle banche nelle fasi di risoluzione della crisi.

Diciassettesimo principio: *La presenza di debito a rischio induce gli azionisti a rinunciare ad investimenti che pur*

tratta cioè di monitorare i piani che le aziende presentano alle banche, rispetto ai quali queste ultime possono esprimere un controllo preventivo, ma si tratta di monitorare imprese che in larga misura non formulano piani.

2 Se i rischi sono dovuti ad un eccesso di conservatorismo che ritarda la reazione delle imprese alle discontinuità d'ambiente, il *monitoring* dovrebbe individuare quali iniziative le imprese dovrebbero intraprendere e che invece non intraprendono. Non si

potendo migliorare il valore d'impresa non si riflettono in un aumento di valore delle azioni (debt overhang).

Un'impresa a rischio di non sopravvivenza, se indebitata³, per definizione ha debito rischioso. Il debito è rischioso se alla scadenza del debito stesso l'attivo dell'impresa può risultare inferiore al valore nominale del debito e quindi il debito stesso patisce rischio d'impresa. In questi casi gli azionisti possono essere indotti a rinunciare a realizzare investimenti in grado di migliorare il valore d'impresa ma con effetti favorevoli solo sul debito (*debt overhang*). Ne consegue che dopo uno shock esogeno negativo, l'impresa può essere indotta: a rinunciare a progetti di investimento con valore attuale netto positivo, se insufficienti a garantire un maggior valore anche alle azioni: o a non esercitare il necessario impegno a conseguire i risultati attesi da investimenti già realizzati, ma i cui benefici si tradurrebbero solo in un incremento di valore di mercato del debito.

Diciottesimo principio: *Solo la soluzione della liquidazione giudiziale garantisce l'applicazione della c.d. absolute priority rule (ovvero il rispetto della gerarchia dei privilegi nel soddisfare i creditori = waterfall dei rimborsi dei claimants sulla base della rispettiva seniority); in tutti gli altri casi di ristrutturazione finanziaria non necessariamente viene rispettata la stessa gerarchia.*

I creditori godono di diversi livelli di privilegio. Ciò significa che in caso di liquidazione dell'impresa i proventi netti (al netto dei costi diretti di dissesto, quali spese legali, consulenze, ecc.) debbono essere distribuiti sulla base della *absolute rule*, ovvero di una gerarchia (*waterfall*), che non consente di soddisfare i creditori con minor privilegio prima di aver soddisfatto integralmente i creditori con privilegio maggiore. Quando tuttavia il valore dell'impresa in funzionamento è superiore al valore di liquidazione forzata i creditori privilegiati sono degradati a chirografi per la differenza fra il credito e quanto avrebbero ricevuto in ipotesi di liquidazione forzata. Ciò significa che per un valore di liquidazione forzata prossimo allo zero, il valore del privilegio è sostanzialmente nullo. Inoltre per garantire il coinvolgimento dell'azionista imprenditore si garantisce a quest'ultimo una partecipazione al valore d'impresa anche se tecnicamente l'*equity* sarebbe *out of the money*.

Diciannovesimo principio: *Maggiore è il rischio delle attività, maggiore è il valore dei junior claims (crediti chiro-*

grafi ed azioni).

Se il valore di liquidazione delle attività è più elevato del valore dell'impresa in funzionamento (in quanto l'impresa non è in grado di garantire l'*highest and best use* alle attività) ma al contempo non soddisfa per intero i creditori privilegiati, i creditori chirografi e gli azionisti, in caso di insolvenza, non ottengono nulla dalla liquidazione della società. La conseguenza è che gli azionisti sono incentivati, prima dell'emergere di una crisi conclamata, ad adottare ogni soluzione pur di riportare il valore di funzionamento al di sopra del valore di liquidazione. Queste soluzioni comportano rischi e spesso si traducono in sostituzioni di attività a favore di investimenti caratterizzati da una maggiore specificità. Nel tentativo di accrescere il valore dell'impresa nello scenario di ristrutturazione (e riportarlo al di sopra del valore di liquidazione delle attività), gli azionisti sono incuranti di due aspetti che si riflettono negativamente sul valore d'impresa: da un lato riducono il valore di liquidazione delle attività (in quanto più specifiche) e dall'altro riducono (per via del maggior rischio) la probabilità di successo del risanamento.

Ventesimo principio: *Il valore di mercato dell'impresa a rischio di non sopravvivenza è funzione dei partecipanti al mercato di riferimento per lo specifico perimetro oggetto di valutazione.*

Di una stessa attività possono essere stimate diverse configurazioni di valore. Il valore di mercato esprime la prospettiva dei partecipanti al mercato. Qualunque acquirente razionale stabilisce il prezzo massimo di acquisto di un bene strumentale o di un'azienda sulla base dei benefici che può attendersi dall'uso di quella attività. L'identificazione dei partecipanti al mercato costituisce dunque un elemento chiave nella corretta stima del valore di mercato di qualunque attività. I partecipanti al mercato si differenziano in relazione alla tipologia di investimenti e di rischio che possono assumere. Nel caso delle imprese a rischio di non sopravvivenza, occorre considerare che differenti perimetri di cessione comportano partecipanti al mercato differenti: ad esempio i soggetti interessati all'acquisto di un ramo di azienda, privo di debiti finanziari e di passività potenziali, posto in vendita da una società insolvente possono essere completamente diversi dai soggetti interessati all'acquisto dei crediti bancari verso la stessa società, al fine di convertire i crediti in mezzi propri e poi cedere il ramo aziendale; e sono diversi dalle banche che non possono assumere quel tipo di ini-

³ In linea di principio anche un'impresa non indebitata può essere a rischio di non sopravvivenza. Si pensi ad una *start-up* finanziata per intero con mezzi

propri e che ha esaurito la dotazione di mezzi propri iniziale senza raggiungere gli obiettivi che i soci si erano prefissati. L'impresa verrà liquidata.

ziativa. Questa segmentazione fra mercati e partecipanti al mercato genera importanti opportunità di arbitraggio, di cui si possono avvantaggiare intermediari che acquistano i crediti bancari nei confronti dell'impresa a rischio di non sopravvivenza per poi assumere un ruolo attivo nella gestione e/o nella liquidazione dell'impresa debitrice.

Ventesimo principio: Ai fini della valutazione delle imprese a rischio di non sopravvivenza non vale la separazione fra scelte di investimento e scelte di finanziamento.

La valutazione d'azienda normalmente si fonda sul principio di separazione fra scelte di investimento e scelte di finanziamento. Il principio stabilisce che il valore di una qualsiasi attività prescindendo da come l'attività stessa è finanziata. Applicare il principio alla valutazione d'azienda significa stimare il valore dell'attivo d'impresa (*enterprise value*) facendo riferimento ad una struttura finanziaria obiettivo⁴ e non sulla base della struttura finanziaria della specifica impresa. Nel caso delle imprese a rischio di non sopravvivenza, i vincoli finanziari condizionano pesantemente l'operatività dell'impresa. L'impresa in crisi è un'impresa razionata di capitale che, per preservare la prospettiva di continuità aziendale, deve spesso anteporre la logica finanziaria alla logica economica. Il valore dell'attivo è quindi funzione della disponibilità di cassa e dei vincoli (impegni) finanziari dell'impresa.

Ventiduesimo principio: L'eccesso di capacità produttiva è fonte di rischio sistematico.

Spesso la crisi investe un intero settore e non solo la specifica impresa oggetto di valutazione. In questi casi la crisi è causata da una flessione della domanda che fa emergere un eccesso di capacità produttiva a livello di settore. L'eccesso di capacità produttiva si traduce in una maggiore incidenza di costi fissi per le imprese del settore e per questa via in un aumento del rischio sistematico. Gli interventi di risanamento di imprese operanti in settori in crisi possono avvantaggiarsi della espulsione dal mercato di imprese più deboli, della chiusura di impianti o di altri interventi finalizzati a ridurre la capacità produttiva di settore.

Ventitreesimo principio: Le ristrutturazioni d'impresa richiedono quasi sempre nuova finanza, la quale comporta l'esigenza di stimare il valore dell'azienda pre-money muo-

endo dalla prospettiva post money.

Quando la ristrutturazione d'impresa richiede nuova finanza occorre tenere conto che il valore dell'impresa ante ristrutturazione rappresenta un valore *pre-money*. Ciò significa che il valore dell'attivo deve essere espresso non solo al netto delle risorse che verranno raccolte dal nuovo finanziatore, ma anche degli effetti diluitivi che il ricorso alla nuova finanza normalmente comporta in capo ai finanziatori correnti termini di maggior costo del debito, di maggiori privilegi o di partecipazione al valore creato con la ristrutturazione in caso di successo della stessa.

Il ricorso a nuova finanza comporta in genere un trasferimento di ricchezza dai vecchi finanziatori ai nuovi; trasferimento che si giustifica laddove il risanamento permette di generare nuovo valore o di recuperare valore d'impresa in precedenza "affondato".

Nella stima degli strumenti di debito e di equity, occorre considerare che la nuova finanza gode di un privilegio rispetto al debito preesistente.

Ventiquattresimo principio: Il valore del debito e dell'equity di un'impresa a rischio di non sopravvivenza non è funzione lineare del valore dell'attivo dell'impresa stessa.

Il valore corrente di un'impresa a rischio di non sopravvivenza è una media ponderata dei valori potenziali relativi a diversi possibili scenari (di successo o di insuccesso). Quando il valore corrente dell'attivo di un'impresa in funzionamento è pari al valore nominale del debito finanziario dell'impresa stessa, il valore corrente del debito è inferiore al valore dell'attivo ed il valore corrente dell'*equity* è positivo. Ciò accade perché il valore dell'attivo è una media ponderata di valori nei possibili scenari futuri che vanno dal *turnaround* dell'impresa alla sua liquidazione. Se la ristrutturazione ha successo il debito sarà rimborsato al nominale, se la ristrutturazione invece non avrà successo e l'impresa sarà costretta alla liquidazione il debito sarà rimborsato con il ricavato della liquidazione al netto dei costi di liquidazione (costi diretti di dissesto), ovvero con un importo inferiore al valore nominale del debito. Il valore (di mercato) del debito è una media ponderata del valore nello scenario di successo e del valore nello scenario di liquidazione e qualunque sia la probabilità di

⁴ Come è noto sulla base della I proposizione di Modigliani Miller con imposte il valore dell'attivo è funzione della struttura finanziaria dell'impresa in quanto il valore dell'attivo di un'impresa indebitata è maggiore del valore dell'attivo di un'impresa non indebitata di una misura pari al valore attuale dei benefici d'im-

posta degli oneri finanziari. Tuttavia in genere si assume che il valore d'impresa sia funzione di una struttura finanziaria medio-normale (target), così che il valore dell'attivo è funzione di una struttura finanziaria target e non della specifica struttura finanziaria dell'impresa.

liquidazione (purché diversa da zero) la media ponderata dei valori nei due scenari è inferiore al valore nominale del debito. Analoghe e simmetriche considerazioni valgono per l'*equity*. Se il valore dell'impresa ristrutturata è superiore al valore nominale del debito, in quello scenario (qualunque sia la probabilità ad esso attribuito, purché diversa da zero) l'*equity* ha valore positivo. Nello scenario di liquidazione invece il valore dell'*equity* è nullo. Il valore dell'*equity* corrisponde dunque al valore che potrebbe assumere nello scenario di ristrutturazione ponderato per la probabilità di manifestazione di quello scenario.

3. La formula generale di valutazione delle imprese a rischio di non sopravvivenza

Sulla base dei principi enunciati nel precedente paragrafo è possibile rappresentare una formula generale in grado di identificare i principali addendi e minuendi che compongono il valore dell'attivo *pre money* (prima cioè dell'accensione dei nuovi finanziamenti necessari alla ristrutturazione) di un'impresa a rischio di non sopravvivenza. La formula generale non indica come stimare il valore di ciascun addendo, ma si limita a mappare tutti gli elementi (positivi e negativi) che concorrono a determinare il valore d'impresa. L'utilità di fare riferimento ad una formula generale di valutazione va ricercata proprio nell'esigenza di identificare – prima di affrontare gli aspetti tecnici della valutazione – tutti gli elementi che concorrono a formare il valore di un'azienda a rischio di non sopravvivenza. Così da permettere all'esperto di valutazione una facile spunta di tutti gli elementi che avrebbe dovuto considerare, verificando di non averne dimenticato nessuno.

$EV_{pre\ money} = V(Asset\ in\ place) + V(Redundant\ asset) - Nuova\ finanza - Costi\ di\ transazione\ (per\ la\ raccolta\ di\ nuova\ finanza) + V(Nuovi\ investimenti) - V(costi\ di\ monitoring\ e\ di\ bonding) - V(costi\ diretti\ ed\ indiretti\ di\ dissesto) - V(rischi\ di\ minor\ commitment\ sui\ nuovi\ investimenti) - V(rischi\ di\ asset\ substitution\ e\ di\ risk\ shifting)$ [1]

Dove:

$V(Asset\ in\ place)$ = esprime il valore della dotazione di attività (materiali ed immateriali) a disposizione dell'impresa. Il valore degli *asset in place* non può essere stimato sulla

base della capacità di reddito corrente (in quanto l'impresa è in declino), ma richiede che siano considerati almeno due scenari alternativi (di ristrutturazione e di liquidazione). Il valore degli *asset in place* esprime quindi una media ponderata di valori "to be" e di valori di liquidazione.

$V(Redundant\ asset)$ = corrisponde al valore delle eventuali attività che l'impresa può cedere in quanto:

- *surplus assets* (= attività estranee al business tipico);
- attività operative che rientrano in un piano di *downsizing* dell'impresa.

Nuova finanza = corrisponde alle nuove risorse finanziarie necessarie alla ristrutturazione dell'impresa. Il termine non vuole riferirsi solo ai finanziamenti in prededuzione nell'ambito di procedure concorsuali, ma a qualsiasi finanziamento concesso all'impresa (a qualunque titolo: mezzi propri, mezzi di debito, strumenti ibridi) allo scopo di consentire all'impresa di ristrutturarsi e/o di realizzare nuovi investimenti. Sono escluse le manovre di ristrutturazione del passivo (quali ad esempio conversione di debiti in mezzi propri o in strumenti partecipativi, o lo stralcio di debiti, ecc.) che non apportano nuove risorse finanziarie;

Costi di transazione (per la raccolta di nuova finanza) = riguardano la diluizione di valore che gli attuali *claimant* (finanziatori) dell'impresa subiscono a favore dei nuovi finanziatori (possono assumere la forma di una remunerazione particolarmente elevata della nuova finanza o del riconoscimento ai nuovi finanziatori di una partecipazione all'eventuale maggior valore dell'impresa post ristrutturazione, o del prezzo di sottoscrizione di nuove azioni particolarmente contenuto o di una *liquidation preference*).

$V(Nuovi\ investimenti)$ = si tratta del valore attuale lordo⁵ dei futuri investimenti, la cui natura è funzione di chi governa l'impresa. Se ad esempio il governo dell'impresa è mantenuto dai vecchi azionisti che possono avere interesse a promuovere un'*asset substitution* il valore attuale dei futuri investimenti può risultare anche inferiore alla nuova finanza raccolta per finanziarli (valore attuale netto negativo). Se il valore è calcolato nella prospettiva di uno specifico soggetto acquirente il valore attuale netto deve considerare la prospettiva dello specifico potenziale investitore.

5 Il valore attuale lordo di un investimento è rappresentato dal valore attuale dei benefici (flussi di cassa) attesi dall'investimento. Tale valore esclude l'uscita iniziale dell'investimento (consideran-

do anche l'uscita iniziale si avrebbe infatti il valore attuale netto dell'investimento).

V (Costi diretti ed indiretti di dissesto) = riguardano:

- i costi diretti di dissesto nello scenario di liquidazione (spese della procedura, tempi, ...);
- i costi indiretti di dissesto che gravano sull'impresa in funzionamento per effetto dello stato di difficoltà (eventualmente in progressiva riduzione nello scenario di ristrutturazione anche a seguito di manovre sul passivo);
- gli sconti che è necessario riconoscere per la liquidazione accelerata delle attività che è necessario liquidare, per finanziare l'eventuale piano di ristrutturazione.

V (costi di *monitoring* e di *bonding*) = riguardano i costi che l'impresa a rischio di non sopravvivenza deve sostenere su richiesta dei finanziatori o degli organi di amministrazione e controllo, quali:

- i costi di formulazione del piano;
- i costi di auditing e di *due diligence*;
- i costi degli *advisor*;
- ecc.

V (rischi di *minor commitment* sui nuovi investimenti) = riguarda il rischio di assenza di impegno da parte degli attuali azionisti/manager nell'*execution* di nuovi investimenti quando il loro successo non è comunque destinato a tradursi in maggior valore per gli azionisti stessi. Il rischio si traduce in minor valore degli investimenti futuri a causa di insufficiente *commitment* del management o *mismanagement* (o rischio di *execution*). Questi rischi possono essere eliminati/ridotti con la sostituzione del management esistente o con la sua incentivazione attraverso piani di partecipazione al valore dell'impresa ristrutturata.

V (rischi di *asset substitution* e di *risk shifting*) = gli azionisti, in assenza di vincoli, possono realizzare una sostituzione di *asset* finalizzata ad accrescere la volatilità dell'attivo nella speranza di massimizzare il valore recuperabile in caso di successo del *turnaround* a spese tuttavia di un maggior rischio di insuccesso (liquidazione della società) e di un minor valore degli *asset* in caso di liquidazione (considerato che in questo scenario comunque gli azionisti non realizzerebbero nulla). Quindi i rischi di *asset substitution* e di *risk shifting* si traducono in:

- maggior valore degli *asset in place* nello scenario di successo del *turnaround* o maggiore durata della

sopravvivenza dell'impresa (quando ad esempio la sostituzione degli *asset* riguarda la vendita di attività più recenti e l'acquisto di attività simili più datate al fine di incassare di rimborsare i debiti in scadenza);

- minore valore degli *asset in place* nello scenario di liquidazione;
- minore probabilità di successo del *turnaround* (in quanto il maggior valore atteso è "pagato" al prezzo di un maggiore rischio).

Riesprimendo il valore degli *asset in place* come media ponderata di due scenari alternativi (di ristrutturazione e di liquidazione), la [1] può essere ri-espressa come segue:

$$EV_{pre\ money} = V[(asset\ in\ place\ scenario\ to\ be + nuovi\ investimenti\ scenario\ to\ be - riduzione\ valore\ nuovi\ investimenti\ per\ rischi\ di\ minor\ commitment - costi\ indiretti\ di\ dissesto - minor\ valore\ per\ rischio\ di\ asset\ substitution) \times (probabilità\ di\ successo\ scenario\ di\ ristrutturazione - eventuale\ riduzione\ delle\ probabilità\ di\ successo\ a\ seguito\ di\ risk\ shifting) + V(asset\ in\ place\ scenario\ di\ liquidazione + nuovi\ investimenti\ scenario\ di\ liquidazione - costi\ diretti\ di\ dissesto\ nello\ scenario\ di\ liquidazione) \times [1 - (probabilità\ di\ successo\ scenario\ di\ ristrutturazione - eventuale\ riduzione\ delle\ probabilità\ di\ successo\ a\ seguito\ di\ risk\ shifting)]] + V(Redundant\ asset - sconto\ da\ riconoscere\ per\ la\ liquidazione\ accelerata) - Nuova\ Finanza - Costi\ di\ transazione - V(costi\ di\ monitoring\ e\ bonding) \quad [2]$$

Dal valore dell'attivo *pre-money* (ottenuto per somma degli addendi e dei minuendi descritti in precedenza) è poi possibile determinare il valore del debito e dell'*equity* considerando i costi di *monitoring* che gravano sul creditore, sulla base della relazione:

$$EV_{premoney} = V(Debito) + V(Equity) \quad [3]$$

Un esempio può essere utile per comprendere la combinazione di addendi e minuendi nella formazione del valore.

Assumiamo che l'impresa Alfa sia in una fase di declino molto avanzato e presenti considerevoli probabilità di non continuità (40%). Il valore dell'attivo *pre-money* può essere ricavato sulla base dei seguenti parametri:

- Valore degli *asset in place* nello scenario di ristrutturazione = 100
- Valore dei Nuovi investimenti nello scenario di ri-

strutturazione = 15,6

- Rischio di *minor commitment* sui nuovi investimenti = -2
- Minor valore per rischio di asset *substitution* = -8
- Costi indiretti di dissesto nello scenario di ristrutturazione = -12
- Probabilità di successo della ristrutturazione = 60%
- Minore probabilità di successo della ristrutturazione per effetto del risk shifting = 15%
- Valore degli *asset in place* nello scenario di liquidazione = 35
- Valore dei nuovi investimenti nello scenario di liquidazione = 5
- Costi diretti di dissesto nello scenario di liquidazione = -10
- Valore dei *redundant asset* = 6,5
- Sconto da riconoscere sulle attività da liquidare in forma accelerata = 1,5
- Nuova finanza = 9
- Costi di transazione per la raccolta di nuova finanza = 1
- Costi di *monitoring* e di *bonding* = -7

Sulla base della [2] possiamo calcolare il valore dell'impresa "pre-money" come segue:

$$EV = (100 + 15,6 - 2 - 8 - 12) \times (60\% - 15\%) + (35 + 5 - 10) \times [1 - (60\% - 15\%)] + (6,5 - 1,5) - 9 - 1 - 7 = 93,6 \times 45\% + 30 \times 55\% - 12,0 = 46,6$$

E' interessante notare che considerando il valore degli *asset in place* nei due possibili scenari sulla base delle probabilità originarie di successo dello scenario di ristrutturazione ed escludendo:

- i costi di *monitoring* e di *bonding*;
- i costi diretti ed indiretti di dissesto;
- i costi di agenzia (*asset substitution* e *minor commitment* sui nuovi investimenti) ed;
- i costi di transazione sulla nuova finanza;

si avrebbe un valore dell'attivo molto superiore e pari a:

$$EV_{\text{pre money senza costi di monitoring e bonding, di dissesto, di agenzia e di transazione}} = (100 + 15,6) \times (60\% - 15\%) + (35 + 5) \times [1 - (60\% - 15\%)] + (6,5 - 1,5) - 9 = 70$$

La differenza è rappresentata dal valore atteso dei costi di

monitoring e di *bonding* (sostenuti dall'impresa), dai costi di dissesto, dai costi di agenzia e dai costi di transazione, nell'esempio pari a 23,4 (= 70,0 - 46,6). Trascurando tali costi, nell'esempio si sopravvaluterebbe il valore dell'attivo (*pre money*), dell'impresa a rischio di non sopravvivenza del 50% (=70,0/46,6).

Ipotizzando che:

- il valore nominale del debito dell'impresa Alfa *pre-money* sia pari a 70;
- la nuova finanza goda di una *liquidation preference*;

si possono ricavare i valori del debito e dell'*equity* come segue:

Valore del debito:

$$70 \times (60\% - 15\%) + (35 + 5 - 10) \times [1 - (60\% - 15\%)] + (6,5 - 1,5) - 9 = 44 \text{ (esprimerebbe un valore a sconto rispetto al nominale del } 37\% = 1 - 44/70)$$

Valore dell'*equity*:

$$(100 + 15,6 - 2 - 8 - 12 - 70) \times (60\% - 15\%) + (0) \times [1 - (60\% - 15\%)] - 1 - 7 = +2,6$$

Da cui:

$$EV_{\text{pre-money}} = V(D) + V(E) = 44,0 + 2,6 = 46,6$$

Qualora si escludessero i costi di transazione, di *monitoring* e di *bonding*, di dissesto, di agenzia e di transazione si avrebbe una sopravvalutazione tanto del debito quanto dell'*equity*, infatti:

$$\text{Valore del debito} = 70 \times (60\% - 15\%) + (35 + 5) \times 55\% + (6,5 - 1,5) - 9 = 49,5 \text{ anziché } 44,0$$

$$\text{Valore dell}'equity = (100 + 15,6 - 70) \times 60\% = 20,5 \text{ anziché } 2,60$$

$$EV_{\text{pre money senza costi di monitoring e bonding, di dissesto, di agenzia e di transazione}} = V(D) + V(E) = 49,5 + 20,5 = 70,0$$

Da questo semplice esempio si può osservare che:

- in assenza di costi di *monitoring* e *bonding*, di costi di dissesto, di costi di agenzia e di costi di transazione:
 - nonostante il valore dell'attivo dell'impresa *pre money* sia pari a 70;
 - ed il valore nominale del debito (= 70) sia pari al valore dell'attivo;
 - il valore corrente del debito (= 49,5) sarebbe

comunque inferiore al suo valore nominale (= 70,0). La ragione va ricercata nel fatto che il valore del debito non è funzione lineare del valore dell'attivo dell'impresa;

- il valore atteso dei costi di *monitoring* e *bonding*, dei costi di dissesto, dei costi di agenzia e dei costi di transazione (pari a $23,4 = 70,0 - 46,6$), si ripartisce fra il creditore (in misura di $5,5 = 49,5 - 44,0$) e gli azionisti (in misura di $17,9 = 20,5 - 2,6$). La circostanza secondo cui i costi di *monitoring* e *bonding*, dei costi di dissesto, dei costi di agenzia e dei costi di transazione pesino in maggiore misura sugli azionisti è la norma.

4. Conclusioni

L'articolo ha voluto offrire attraverso 24 principi chiave i criteri che dovrebbero presidiare la valutazione delle aziende a rischio di non sopravvivenza ed i *claims* (strumenti di debito, ibridi, di *equity*) scritti sull'attivo di queste aziende.

L'articolo ha proposto anche una formula valutativa ge-

nerale in grado di esplicitare tutti gli addendi e minuendi che esplicitamente o implicitamente l'esperto dovrebbe considerare ai fini della valutazione dell'impresa a rischio di non sopravvivenza.

La formula permette di evitare l'errore, molto frequente nella pratica, di trascurare tutti gli effetti che si accompagnano allo stato di crisi dell'impresa quali a solo titolo di esempio: i costi diretti ed indiretti di dissesto, i costi di *monitoring* e di *bonding*, il *risk shifting* che l'imprenditore può promuovere, l'incapacità di realizzare nuove iniziative, ecc.

Il peso di questi elementi sul valore d'impresa può risultare molto rilevante. Accade così che per imprese per le quali il valore di mercato del debito sia molto inferiore al valore nominale in quanto il potenziale acquirente sconta nel prezzo tutti questi fattori di costo e/o di rischio, le stime del valore del capitale economico dell'impresa condotte senza considerare questi elementi finiscano per sopravvalutare sistematicamente il valore dell'attivo e dei relativi *claims* (debito, ibridi ed *equity*).

30 LINEE GUIDA PER L'IMPAIRMENT TEST DOPO GLI EFFETTI DELLA PANDEMIA DA COVID 19

DI OIV

OIV su sollecitazione di alcuni Enti fondatori ha approntato un gruppo di lavoro per la redazione di un *Discussion Paper* in tema di “Linee guida per l'*Impairment test* dopo gli effetti della pandemia da Covid 19”. Il documento è stato pubblicato in forma di bozza il 10 luglio 2020 ed è disponibile sul sito OIV.

Il documento si compone di due parti: 30 linee guida che l'esperto di valutazione dovrebbe seguire nello svolgimento dell'*impairment test* ai sensi IAS/IFRS nel contesto post Covid ed un allegato che contiene il razionale sottostante a quelle linee guida (le cc.dd. *basis for conclusion*).

Di seguito si riportano le 30 linee guida del documento. Le linee guida concorrono a formare un quadro sistematico dei punti di attenzione che il nuovo contesto rende rilevanti ai fini delle valutazioni di *impairment test*. Le linee guida sono finalizzate ad offrire le *best practice* che gli esperti di valutazione esterni o interni all'impresa dovrebbero considerare.

LG1. La stima del valore recuperabile in condizioni di crisi richiede competenze specialistiche adeguate in quanto in un contesto di *valuation uncertainty* maggiore è il rischio di errore valutativo.

LG2. Le valutazioni a fini di *impairment* non devono far uso di *disclaimer* finalizzati a giustificare un processo valutativo inadeguato alla complessità del contesto, quando ricorrano le condizioni per un'analisi adeguata. L'incertezza valutativa riguarda la *disclosure* (nel senso che richiede adeguata illustrazione dei limiti informativi e delle scelte compiute) non il *disclaimer*. Ciò non è in contrasto con lo IAS 36.23 – richiamato anche dalla recente nota dell'ESMA – secondo il quale “*in alcuni casi, stime, medie, e semplificazioni di calcolo possono fornire una ragionevole approssimazione del risultato di analisi più complesse*”. Rimane infatti a carico di chi compie la valutazione di giudicare la ragionevolezza dell'approssimazione.

LG3. In condizioni di crisi è più probabile che si manife-

sti il rischio di *management bias*. L'esperto deve assumere un atteggiamento professionalmente critico (*professional skepticism*) nei confronti dell'informazione prospettica fornita dal management senza tuttavia coltivare la presunzione che si tratti necessariamente di informazione distorta. Dal processo valutativo seguito dovrebbe emergere come il management ha “sfidato” l'informazione di fonte manageriale con riguardo alla ragionevolezza.

LG4. L'informazione prospettica deve fondarsi su piani finanziariamente sostenibili, anche quando oggetto di valutazione siano le attività e si faccia uso di flussi di risultato *unlevered*.

LG5. In un contesto di elevata incertezza, stabilire che il valore recuperabile di un'attività è superiore al suo valore contabile equivale ad affermare che è più probabile che no che il valore recuperabile sia superiore al valore contabile.

LG6. Di fronte alla crisi tutte le imprese sono chiamate ad individuare azioni e rimedi. L'esperto deve porre particolare attenzione sulle azioni che l'impresa intende attivare per reagire alla crisi. Come il management intende rispondere alla crisi e quali iniziative stia programmando rappresentano gli elementi da cui dipende lo sviluppo non inerziale delle performance d'impresa. Lo IAS 36.44 richiede che la stima del valore d'uso abbia a riferimento le condizioni correnti dell'impresa e quindi esclude gli effetti di future ristrutturazioni. Lo IAS 36.46 definisce la ristrutturazione come segue: “*A restructuring is a program that is planned and controlled by management and materially change either the scope of the business undertaken by an entity or the manner in which the business is conducted*”. Lo IAS 37.70 esplicita alcuni esempi di future ristrutturazioni:

- a) *sale or termination of a line of business,*
- b) *the closure of business locations in a country or region or the relocation of business activities from one country or region to another;*

- c) *changes in management structure, for example, eliminating a layer of management; and;*
- d) *fundamental reorganizations that have a material effect on the nature and focus of the entity's operations.*

LG7. Le reazioni delle imprese al contesto di crisi che possono essere ricondotte ad iniziative di adattamento al contesto di crisi e che sono sotto il diretto controllo del management debbono essere valutate nella loro ragionevolezza e sostenibilità. In particolare con riferimento ad azioni che non rientrano nelle casistiche di ristrutturazioni o miglioramenti ex IAS 36.44 (a e b) e 37, l'esperto deve valutare se includerli nella stima del valore del periodo esplicito e nel *terminal value*, ferma restando la ragionevolezza e sostenibilità delle relative ipotesi. Occorre, in questi casi, valutare se le azioni in risposta allo scenario di crisi sono adattamenti dell'impresa al nuovo ambiente post Covid (il c.d. "new normal") e se le azioni siano unilateralmente prese dall'impresa (vale a dire sotto il suo controllo). Se tali condizioni sono soddisfatte le iniziative possono essere considerate nella stima del valore d'uso.

LG8. Le previsioni macroeconomiche e di settore evolvono rapidamente e sono limitate ad un orizzonte per lo più breve (12-24 mesi). Gli effetti di riassorbimento della crisi per la maggior parte delle imprese si estende su periodi più lunghi. Le imprese con adeguata copertura di *equity analyst* possono disporre del consenso degli analisti per 36 mesi. In generale comunque le imprese che utilizzeranno il valore d'uso ai fini di *impairment test* faranno ricorso per lo più a periodi di previsione esplicita di cinque anni, rimanendo scoperti per almeno un biennio in termini di evidenze esterne. Sorgono dunque due problemi:

- a) che l'informazione prospettica utilizzata ai fini di *impairment test* non sia stata prodotta facendo riferimento ad uno scenario macroeconomico o settoriale superato;
- b) l'esigenza di un raccordo fra l'informazione prospettica per la quale esistono riscontri di ragionevolezza esterni e l'informazione per la quale tali riscontri sono assenti.

Le soluzioni più appropriate a queste due problematiche dipendono dagli specifici fatti e circostanze e richiedono un giudizio professionale. Tuttavia in linea generale, pur restando fermo il disposto dello IAS 36.33 lettera a) relativo al maggior peso che deve essere attribuito all'informazione esterna, si consiglia di verificare la ragionevolezza

dell'informazione prospettica sulla base di un'analisi fondamentale strutturata in tre step:

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

LG9. La crisi – pur avendo natura globale e sistemica – ha colpito con diversa intensità i diversi settori di attività e le diverse imprese all'interno dei relativi settori (anche in relazione al loro posizionamento competitivo). La ragionevolezza dei risultati dell'*impairment test* deve essere valutata anche in relazione alle evidenze dei settori più gravemente colpiti dagli effetti negativi della crisi (e degli effetti da questi indotti, quali ad esempio la flessione del prezzo del petrolio).

LG10. La ragionevolezza dei risultati dell'*impairment test* deve essere anche valutata alla luce della reazione degli indici di borsa. Gli indici di borsa infatti catturano oltre che gli effetti c.d. primari della crisi anche le mitigazioni indotte dalle manovre di politica monetaria ed economica. In particolare va rilevato che tutti gli indici hanno mostrato un progressivo miglioramento rispetto ai minimi registrati alla fine del mese di marzo 2020. Al recupero degli indici si è accompagnata anche una progressiva riduzione della volatilità, benché rimanga su livelli ancora consistentemente più elevati rispetto a quelli di fine 2019.

LG11. L'incremento dei *credit spread* ha riguardato principalmente le imprese con rating *speculative grade*. Per questa ragione è importante verificare se nel periodo di previsione esplicita il rating implicito della società sia destinato a deteriorarsi. A questo riguardo si consiglia l'uso della tecnica di stima dei rating sintetici.

LG12. L'incertezza generata dalla crisi, la limitatezza dei supporti informativi esterni, ecc. sono elementi di discontinuità i cui impatti debbono essere adeguatamente riflessi nel test di *impairment*. Ciò può comportare modifiche nell'architettura dell'impianto valutativo rispetto al precedente *impairment test* (ad esempio al 31.12.2019 l'*impairment test* è stato compiuto sulla base della stima del valore d'uso basato su un piano aziendale pluriennale, che ora nel contesto post Covid non è più attuale, ma l'entità non dispone ancora di un nuovo piano). E' molto probabile che in questi casi si debba aggiornare la pro-

cedura di *impairment*. Il Consiglio di Amministrazione deve essere consapevole delle limitazioni informative e delle modalità ritenute necessarie per superare le suddette disposizioni con cui è rispettato il disposto dello IAS 36, nel nuovo contesto. In questo senso è opportuno non solo che la procedura sia rivista alla luce dell'incertezza valutativa indotta dalla crisi ma anche del perimetro di attività potenzialmente interessate all'*impairment test* (che presumibilmente non riguarda solo l'avviamento e le altre attività intangibili a vita indefinita, ma anche le singole attività immobilizzate, le CGU cui non è allocato avviamento). La procedura di *impairment* non deve limitarsi a riprodurre il dettato del principio, ma deve illustrare l'architettura dell'impianto valutativo più adatto al nuovo contesto, considerati gli specifici fatti e circostanze.

LG13. Nei casi di stima del *fair value* sulla base dell'*income approach* o del *cost approach* occorre considerare il rischio per la mancanza di liquidità che interessa molte attività prive di mercato attivo, in un contesto di crisi.

LG14. La stima del valore recuperabile delle attività diverse dall'avviamento, fatto salvo quanto previsto dallo IAS 36 paragrafo 66 e 67, deve precedere la stima del valore recuperabile dell'avviamento. Ciò comporta che errori di stima del valore recuperabile delle attività si traducano in errori di stima del valore recuperabile dell'avviamento, in quanto il valore recuperabile delle attività diverse dall'avviamento che registrano *impairment loss* concorre a formare il *carrying amount* della/e CGU cui è allocato l'avviamento. L'errore ha conseguenze contabili rilevanti, in quanto le eventuali riprese di valore delle attività comportano una rivalutazione dell'attività (nei limiti del valore di iscrizione originario) mentre è fatto divieto di registrare le eventuali riprese di valore dell'avviamento.

LG15. L'esperienza di crisi precedenti sperimentate dal nostro paese permette di identificare quattro fasi nella reazione delle imprese alla crisi:

- a) la fase conoscitiva e di analisi;
- b) la fase di emergenza;
- c) la fase di cambiamento strategico;
- d) la fase di attuazione del cambiamento.

A causa della manifestazione ancora molto recente della crisi è presumibile che la maggior parte delle imprese sia ancora concentrata sulle fasi conoscitiva e di analisi e di gestione dell'emergenza. Ciò comporta che molte impre-

se non si trovino ancora in condizioni di produrre un piano strategico ai fini di *impairment test* a giugno 2020. Quando la stima del valore d'uso è svolta in assenza di un piano aggiornato formalmente approvato dal Consiglio di Amministrazione ma in presenza di previsioni formulate dagli amministratori, è necessaria particolare attenzione da parte dell'esperto sulla ragionevolezza delle assunzioni di base delle previsioni formulate dagli amministratori. In particolare l'esperto può valutare l'opportunità di compiere analisi multiscenario.

LG16. La ragionevolezza dei risultati dell'*impairment test* trae origine principalmente dalla bontà dell'analisi fondamentale a supporto del test. L'assenza di validi riferimenti di mercato (in termini di multipli di transazioni comparabili o di società quotate comparabili) favorirà il ricorso al valore d'uso ai fini della stima dell'*impairment test*.

LG17. L'analisi fondamentale deve essere in grado di rappresentare tre diversi situazioni d'impresa:

- a) l'impresa *as is* (che rappresenta in termini di performance, la situazione corrente dell'impresa a seguito della crisi);
- b) l'impresa inerziale (che riflette la situazione attesa dell'impresa in termini di performance in assenza di azioni correttive e/o di rimedi e quindi esprime la vulnerabilità dell'impresa all'acuirsi della crisi o all'estendersi dei tempi di manifestazione della crisi);
- c) l'impresa *"to be"* (che rappresenta la situazione futura dell'impresa a seguito delle azioni correttive e/o di rimedi).

LG18. L'esposizione dell'impresa alla crisi (impresa *as is*) è principalmente funzione del settore di appartenenza, del posizionamento competitivo, della struttura dei costi e del *leverage*. La vulnerabilità (impresa inerziale) è principalmente funzione dell'evoluzione della crisi (andamento del PIL a V a W a U a L ?), della sostenibilità economica e finanziaria della crisi da parte dell'impresa. La resilienza è funzione dell'evoluzione attesa dello scenario competitivo e delle condizioni necessarie affinché l'impresa possa mantenere il proprio vantaggio competitivo in termini di investimenti.

LG19. I tassi di sconto impliciti, in quanto stimati sulla base dei prezzi registrati dai titoli nei mercati borsistici e delle previsioni economico-finanziarie attese dagli analisti per gli stessi titoli (il c.d. *consensus* degli analisti sulle previsioni) possono fornire segnali inaffidabili, in quanto

risentono della limitata liquidità del mercato e del ritardo di aggiornamento delle previsioni degli analisti.

LG20 Se si adottano, ai fini di *impairment, business plan* che tengono conto del fenomeno della pandemia, gli effetti del fenomeno Covid19 possono essere già correttamente riflessi nelle previsioni dei flussi di cassa e come tali non richiedono necessariamente aggiustamenti in aumento nei tassi di sconto. Eventuali effetti duraturi e persistenti sulla capacità di generare cash flow dell'azienda oggetto di analisi, dovrebbero essere più agevolmente riflessi nel cash flow normalizzato e nel tasso di crescita di lungo periodo (*growth rate*) adottati nella stima del valore terminale, anziché nel tasso di sconto. Non sempre è tuttavia possibile correggere i flussi di cassa per incorporare tutti gli effetti della pandemia; in questi casi è necessario considerare nel tasso di sconto un premio per il rischio relativo ad elementi non considerati nei flussi.

LG21. La stima del beta e dell'ERP risente dei fattori contingenti già citati per la stima dei tassi impliciti e come tale può essere caratterizzato da un limitato livello di affidabilità; al fine di mitigare tali effetti può essere consigliabile fare riferimento a stime di più lungo termine (ad esempio oltre i 24 mesi per i beta e serie storiche o *consensus* per gli ERP).

LG 22. Con riferimento al rischio paese esso può essere adeguatamente riflesso nel *risk free rate* (approccio *unconditional*) o nell'ERP (approccio *conditional*) e/o nella stima del beta (calcolato verso indici di mercato sovranazionali o nazionali). Occorre evitare implicite duplicazioni del rischio paese (e.g. ERP che implicitamente già riflettono il rischio paese ed il contemporaneo aggiustamento del tasso *risk free* o l'utilizzo di beta calcolati rispetto a rendimenti medi di mercato di aree ad economia solida).

LG23. Il fenomeno del Covid19 è un fenomeno straordinario che può determinare effetti sistematici di diversa entità sui diversi settori. In quanto tali, ove persistenti, tali effetti dovrebbero già essere riflessi nei principali parametri (rf, beta, ERP, cod) presi a riferimento per la stima del costo del capitale. Non appare opportuno pertanto prevedere l'utilizzo di coefficienti alfa per riflettere gli effetti del fenomeno Covid.

LG24. Le valutazioni fondate sui flussi di risultato attesi si basano di norma su proiezioni realizzate all'interno delle imprese (budget e piani industriali). Tali proiezioni riflettono lo scenario assunto dal management che, in condizioni ideali, dovrebbe esprimere le aspettative di

risultati medio attesi e più probabili (*unconditional*). Se ciò non si verifica, ad esempio nel caso di piani aziendali che si qualificano "aggressivi" in rapporto a indicazioni di mercato (*conditional*), può rendersi necessaria la rettifica del tasso base di attualizzazione in funzione del rischio di esecuzione del piano.

LG25. Poiché la pandemia costituisce un fenomeno con effetti immediati e possibili effetti differiti, fortemente variabili da settore a settore, l'analisi multiscenario può costituire un valido approccio per rappresentare al mercato gli effetti economici di breve e lungo termine della crisi. In presenza di correlazione tra i principali *value driver*, ai fini valutativi, può essere utilizzata anche la simulazione multivariata (ad esempio il cosiddetto metodo Montecarlo).

LG26. Poiché gli effetti della pandemia possono ritenersi transitori e non permanenti è consigliabile catturare gli effetti sul fronte dei flussi di risultato anziché tramite un incremento nel tasso di sconto.

LG27. Tendenzialmente bisognerebbe evitare l'uso di multipli in condizioni di crisi, vuoi per l'assenza di transazioni, vuoi per i richiamati effetti di ritardo nell'aggiornamento delle stime dei risultati di società quotate da parte degli analisti. In alcuni casi, tuttavia, non si può evitare il ricorso a multipli. In questi casi è necessario far uso di multipli calibrati, con la esplicitazione delle logiche di calibrazione adottate.

LG28. La verifica di ragionevolezza dei risultati dell'*impairment test* richiede una riconciliazione dei risultati con la capitalizzazione di borsa, nella consapevolezza che in situazione di crisi, gli elementi che possono spiegare le differenze sono destinati ad accentuarsi. Fra gli elementi di maggiore rilevanza si ricordano:

- a) asimmetria informativa fra mercato e società;
- b) differenti orizzonti temporali di riferimento presi in considerazione dal mercato rispetto alla società;
- c) applicazione di premi e di sconti;
- d) differenti valori attribuiti ad alcune voci contabili (ad esempio valore nominale dei debiti vs. valore contabile);
- e) effetti della crisi sulla *governance* (contendibilità, bisogni di futuri Aucap, ecc.);
- f) considerazioni sulla liquidità dei titoli;
- g) effetti di operazioni straordinarie (OPA in corso, Aucap in corso, ecc.)

LG29. Nell'*impairment* delle attività immateriali a vita utile indefinita, se gli eventi recenti ne hanno modificato le modalità o il grado di utilizzo, l'esperto deve verificare, se rispetto all'ultimo *impairment test* in cui è stato utilizzato il valore d'uso o il *fair value* con l'approccio dei flussi di risultato, si sono modificate le ipotesi sottostanti all'orizzonte temporale, ai benefici futuri e alle spese di mantenimento. Quando l'intangibile viene "declassato" a vita utile definita (IAS 38-109, PIV III 5.7), deve essere sottoposto a *impairment test*, contabilizzando ogni eccedenza del valore contabile rispetto al valore recuperabile quale perdita di valore (IAS 38-110).

Tuttavia, nel caso di *know-how* o altre attività immateriali di natura intellettuale, se la riduzione degli investimenti è generalizzata al settore di appartenenza e anche i concorrenti hanno annunciato rinvii e/o tagli negli investimenti in ricerca e sviluppo, l'esperto può considerare che l'obsolescenza del bene immateriale oggetto di *impairment* sia attenuata e, conseguentemente, neutralizzare l'effetto di minori flussi derivanti dall'uso del bene con quelli derivanti dal rallentamento del progresso tecnologico di contesto.

Quando il valore recuperabile di un bene immateriale a vita indefinita è determinato con approcci che prevedono

la definizione di un criterio di allocazione di una quota dei flussi di risultati attesi sulla specifica attività, come avviene tipicamente nella metodica reddituale o con la metodica di mercato con impiego dei tassi *royalty* (PIV III 5-5), l'incertezza complessiva cresce perché, oltre alle ipotesi sui flussi attesi e sul tasso di attualizzazione, si aggiunge la convenzionalità di scelta del criterio di allocazione dei flussi. Per i beni immateriali a vita definita questo rischio è compensato dalla possibilità di ridurre la vita economica, mentre per i beni a vita indefinita la compensazione può essere effettuata attraverso una maggiorazione del tasso.

LG 30. In condizioni di crisi, possono manifestarsi presunzioni di *impairment test* anche per gli impianti e macchinari che, non generando autonomi flussi finanziari, sono allocati alle CGU. Se emergono problemi gravi sull'*action plan*, l'esperto dovrà procedere a modificare il piano di ammortamento dei beni e/o rilevare le perdite di valore. Nel caso di non tenuta del *business model* (es. produzione internalizzata) le immobilizzazioni saranno stimate a valore di dismissione, con imputazione delle differenze di valore a conto economico. Nel caso in cui non si disponga di previsioni a livello di CGU o di singole attività è possibile avvalersi di soluzioni semplificate ai sensi dello IAS 36.23.