

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

DI MAURO BINI

## 1. Introduzione

**T**ecnicamente 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*<sup>1</sup>) 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

<sup>1</sup> 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
<b>ROE</b>		<b>-12,5%</b>	<b>-7,1%</b>	<b>1,5%</b>	<b>4,6%</b>	<b>6,2%</b>	
<b>Stima del valore di capitale economico a T=0</b>							
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						
<b>Stima del valore di capitale economico a T=1</b>							
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						
<b>Stima del valore di capitale economico a T=2</b>							
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				
<b>Stima del valore di capitale economico a T=3</b>							
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			
<b>Stima del valore di capitale economico a T=4</b>							
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	
<b>Stima del valore di capitale economico a T=5</b>							
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
<b>ROE</b>		<b>-18,2%</b>	<b>-11,1%</b>	<b>2,5%</b>	<b>7,5%</b>	<b>10,0%</b>

**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
<b>ROE</b>		<b>-59,2%</b>	<b>-72,5%</b>	<b>52,6%</b>	<b>157,9%</b>	<b>210,5%</b>

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
<b>ROE</b>		<b>-59,2%</b>	<b>-29,6%</b>	<b>5,9%</b>	<b>17,8%</b>	<b>23,7%</b>

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 (artificiosamente) 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 elevati<sup>2</sup> 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 indebitata<sup>3</sup>, 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-

<sup>3</sup> 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 obiettivo<sup>4</sup> 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

<sup>4</sup> 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 lordo<sup>5</sup> 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*).