



28 Giugno 2021 ore 9.00-13.00
Convegno OIV Online



***La valutazione d'azienda post-Covid: fra
interventi legislativi e incertezza di
scenario***



La costruzione dei percorsi valutativi delle aziende in un contesto di crisi

Gualtiero Brugger

Professore Emerito di Finanza Aziendale, Università Bocconi

Membro del Consiglio dei Garanti OIV



SINTESI DELL'INTERVENTO

- Le analisi presentate non si riferiscono ad un'azienda in fase di *turnaround*, o sottoposta ad accordi di ristrutturazione, bensì ad una valutazione che – per il momento storico nel quale ha luogo – si collochi in un contesto di crisi e si riferisca ad un'azienda che comunque ne sia stata influenzata
- È importante sottolineare, anzitutto, che il fenomeno delle crisi d'impresa è insopprimibile; dovrebbe dunque trovare sempre pronti sia il *management* aziendale, sia gli esperti esterni
- In un contesto di crisi, incipiente o in via di superamento, l'esperto chiamato a compiere una valutazione deve comprendere la realtà in atto e la sua possibile evoluzione, per svolgere adeguatamente il processo previsto dai principi dell'OIV (PIV III 1.2)
- In concreto è necessario rafforzare: (a) l'analisi strategica e l'esame della dinamica del quadro aziendale; (b) l'analisi prospettica, con particolare riferimento alla valutazione del piano presentato dal *management*; (c) le riflessioni che influenzano la scelta dei metodi di valutazione e i loro parametri; (d) l'apprezzamento dei fattori di rischio influenti sulla stima.



LA PIÙ RECENTE ESPERIENZA STORICA DELLE CRISI D'IMPRESA

❖ Crisi d'impresa derivanti da cause economiche generali

- Varie "ondate" negli ultimi decenni, sia pur con caratteristiche diverse
 - "*shock petrolifero*" del 1973 (fortissima inflazione; ristrutturazioni per la ricerca di una maggiore efficienza e per la focalizzazione sul "*core business*"). Altro "*shock*" nel 1980
 - crisi finanziaria dal 1992/1993 (uscita dallo SME e aumento dei tassi di interesse; ristrutturazioni per la ricerca della competitività in un quadro globale)
 - scoppio della "*bolla speculativa*" di borsa del 2000/2001; incremento relativo dei prezzi dopo l'introduzione dell'euro (perdita di competitività internazionale)
 - crisi bancarie del 2008/2009 (mutui *subprime*) con effetti sia finanziari che reali (caduta delle esportazioni e degli investimenti)
 - crisi del debito pubblico del 2011 (rialzo dei tassi, problemi di liquidità delle banche, caduta della domanda e recessione)
 - crisi causata nel 2020 dalla pandemia da Covid 19, con pesanti effetti sia sulla domanda che sull'offerta.

❖ **Crisi d'impresa derivanti da cause settoriali**

- Varie esperienze di crisi di settore a partire dagli anni '70 del 1900 (settore tessile, chimico, siderurgico, ecc.), generalmente dovute a:
 - problemi di ciclo di vita (avanzata maturità)
 - sviluppi radicali nella tecnologia e nella distribuzione
 - competizione internazionale

❖ **Crisi d'impresa derivanti da cause aziendali**

- carenze nei vertici aziendali e nel *management*
 - inadeguatezza della struttura e dei processi organizzativi
 - livello eccessivo dei costi
 - carenze di innovazione, con riferimento alla tecnologia, al prodotto o ai canali di distribuzione
 - carente sforzo di *marketing*
 - scelte industriali errate (contratti di notevole entità, investimenti rilevanti, acquisizioni impegnative)
 - errori nelle scelte finanziarie
- **Un esempio di combinazione di fattori generali, settoriali e specifici: i momenti di crisi di Fiat Auto dalla sua nascita (1906) sino all'anno di Marchionne (2004)**

MOMENTI DI CRISI DI FIAT AUTO

Tab. 1 Crisi e Ristrutturazioni di Fiat nel tempo					
Anno	Minacce	Strategie Seguite	Area di intervento	Azioni	Risultati
1906	Crisi finanziaria	Ricapitalizzazione	Finanziaria, Strategica	Appoggio istituti creditizi Definizione di un profilo strategico preciso (produzione auto di massa)	Risoluzione delle difficoltà finanziarie e inizio crescita industriale
1915-1918 1939-1945	Guerre Mondiali	Riconversione	Industriale	Riconversione delle fabbriche a produzioni belliche	Consolidamento sul territorio nazionale
1960-1970	Ingresso competitor stranieri	Consolidamento della leadership sul territorio nazionale	Ridefinizione del portafoglio di società	Acquisizioni case automobilistiche nazionali	Mantenimento di una rilevante quota (quasi monopolistica) del mercato nazionale
1973	Primo shock petrolifero	Ristrutturazione e consolidamento finanziario	Struttura organizzativa; Finanza	Separazione delle attività industriali in società di scopo ed inserimento di professionisti esterni (Tufarelli, De Benedetti, Romiti)	Isolamento della divisione automobilistica (conclusasi nel 1979 con la creazione di Fiat Auto SpA) per garantire maggiore flessibilità decisionale ed operativa
1974-1979	Conflitti sindacali	Opposizione	Organizzazione del personale	Licenziamento dei dipendenti "pericolosi" per l'azienda; Introduzione della Scala Mobile	Ottenimento del consenso (marcia dei 40mila)
1980	Secondo shock petrolifero; Perdita di competitività	Ristrutturazione	Industriale; Ridefinizione del portafoglio di società	Riduzione della forza lavoro, ammodernamento della gamma, nuovo top management (Ghidella), acquisizione competitors nazionali	Recupero di quote di mercato sul territorio nazionale
1990	Globalizzazione	Ristrutturazione	Industriale	Recupero di efficienza (approvvigionamenti, produzione, vendita); Internazionalizzazione, riduzione forza lavoro e costi generali, piano poliennale della qualità	Lieve recupero di competitività e ritorno all'utile

MOMENTI DI CRISI DI FIAT AUTO

Tab. 2 Piani di rilancio dal 2002 al 2004

Piani di Rilancio	Obiettivi Prioritari	Risultati Effettivi
1° Piano Boschetti “Back to Basics” (2002-2003)	- Recupero di una relazione con i dealer (previa separazione dei brand per concessionario) - Riduzione dei costi mediante l'accordo con GM - Ribilanciamento del Channel Mix	- Riduzione della forza lavoro (2400 persone in Italia) - Prestito Convertendo (3mld di euro) - Aumento di capitale (1,45mld di euro) - Parziale separazione della gestione dei brand
2° Piano Morchio (2003-2004)	- Aumentare la saturazione degli impianti - Rinnovare il piano gamma/prodotto - Aumentare le spese in ricerca e sviluppo	- Chiusura di uno stabilimento Fiat Auto - Aumento di capitale (1,9mld di euro)

Tab. 3 Fasi del “Piano Marchionne” iniziale

	Punti chiave	Arco Temporale			
		2004	2005	2006	2007
Fase 1	• Organizzazione piatta • Ampia delega dei poteri decisionali • Modificare la cultura aziendale • Rinnovo del management • Nuova strategia di prodotto (<i>market driven</i>)	→			
Fase 2	• Focus sulle funzioni di marketing, engineering, approvvigionamento e produzione • Approccio trasversale ai business per evitare duplicazioni e massimizzare le sinergie		→		
Fase 3	• Espansione internazionale tramite alleanze			→	



L'ANALISI STRATEGICA DELL'AZIENDA DA VALUTARE IN UN CONTESTO DI CRISI

- Normalmente l'analisi strategica, a livello di *corporate strategy* e poi di *business strategy*, ha lo scopo di identificare:
 - a) le prospettive generali del settore ed i fattori critici di successo che lo caratterizzano
 - b) le fonti e la consistenza del vantaggio competitivo dell'azienda
- In uno scenario di crisi, è indispensabile aggiungere questi ulteriori obiettivi di identificazione:
 - a) il tipo di crisi al quale l'azienda è esposta
 - b) le tipiche misure di contrasto adottate in quel contesto
- Con un ragionevole sforzo di estrazione – tenendo conto delle molteplici variabili che in concreto interagiscono – è possibile proporre lo schema di riferimento illustrato di seguito

TIPOLOGIA DELLE CRISI D'IMPRESA

Situazioni alternative

Fattori caratterizzanti

1. Crisi localizzate

Esistono fattori od aree di crisi ben definiti, isolabili e rimuovibili con relativa immediatezza. La vitalità complessiva del sistema aziendale non è intaccata.

2. Crisi di tipo congiunturale

Sono dovute prevalentemente a fattori di origine esterna non di natura permanente, che influenzano interi aggregati di imprese. L'intensità della singola crisi è dovuta alla vulnerabilità della particolare impresa ed alla sua capacità di resistenza e di reazione. Se gli effetti negativi possono essere controllati, il miglioramento della congiuntura permette di allentare le tensioni. L'impresa può tuttavia essere indotta ad attuare delle modifiche strutturali

3. Crisi estese (dovute a perdita di vitalità del sistema aziendale)

Sono caratterizzate da una diffusa caduta della capacità di competere dell'impresa, per carenze relative ai prodotti, all'azione di marketing, alle tecnologie ed agli impianti, al livello dei costi o ad altri fattori. La gravità della crisi dipende dall'ampiezza del degrado e dalla consistenza delle risorse dell'impresa. Si rendono necessarie nuove scelte strategiche ed ampie ristrutturazioni, spesso con investimenti anche elevati. I tempi di superamento della crisi non sono brevi ed i rischi possono essere notevoli.

4. Crisi di tipo strutturale

Al caso precedente si aggiunge la presenza di una crisi generale di settore, di cui la crisi della singola impresa non è che il riflesso. I relativi effetti sono più o meno accentuati a seconda della vulnerabilità dell'impresa medesima e della sua capacità di resistenza e di reazione. Da questi fattori dipende anche la possibilità di superare la crisi. È difficile peraltro che possano ricrearsi condizioni soddisfacenti in assenza di un nuovo equilibrio del settore, che favorisca le imprese più competitive.

5. Crisi di tipo finanziario

Nella forma «pura», sono dovute a squilibri fra struttura degli investimenti e struttura dei finanziamenti (o meglio fra flussi finanziari di diverso segno dovuti agli uni ed agli altri). È evidente che tutti gli altri tipi di crisi possono avere complicazioni di natura finanziaria

TIPOLOGIA DELLE CRISI D'IMPRESA

Situazioni alternative

Interventi tipici

1. Crisi localizzate	Eliminazione dei punti di crisi (cessazione di attività, dismissione di partecipazioni, rimozione delle cause di inefficienza o di cattiva gestione). Misure di tipo patrimoniale/finanziario per assorbire le conseguenze dei fatti indicati.
2. Crisi di tipo congiunturale	Nel breve periodo, misure tempestive per ridurre il livello di attività, contenere le perdite e mantenere sotto controllo il fabbisogno finanziario. Ove possibile ricerca di nuovi spazi operativi. Realizzo di «<i>surplus assets</i>» per ridurre l'indebitamento. Nel medio periodo, misure per ridurre la vulnerabilità dell'impresa e per accrescere la sua capacità di reazione (rafforzamento dell'elasticità e della flessibilità operativa, bilanciamento del portafoglio di attività, salvaguardia della mobilità finanziaria): Interventi di tipo patrimoniale/finanziario per fronteggiare le conseguenze dei fatti indicati.
3. Crisi estese (dovute a perdita di vitalità del sistema aziendale)	Revisione delle strategie di portafoglio e delle strategie competitive. Attuazione degli investimenti di ristrutturazione, riconversione, diversificazione, come pure dei disinvestimenti dettati da scelte strategiche o da esigenze finanziarie. Riorganizzazione dell'impresa e del <i>management</i>. Interventi di tipo patrimoniale/finanziario per fronteggiare le conseguenze dei fatti indicati. Nel casi più gravi, salvaguardia dei nuclei ancora validi e liquidazione delle restanti parti dell'impresa.
4. Crisi di tipo strutturale	Agli interventi di cui sopra si aggiungono le misure per agevolare il ristabilimento di un certo equilibrio nel settore, accelerando l'uscita dal mercato delle imprese marginali (attraverso nuove segmentazioni strategiche, innovazioni od altri strumenti per intensificare l'azione competitiva) e favorendo la realizzazione di nuovi assetti produttivi (attraverso razionalizzazioni, fusioni, acquisizioni).
5. Crisi di tipo finanziario	Realizzi mirati di attività per ridurre l'indebitamento, rinegoziazione e consolidamento dei prestiti, mantenimento di un ritmo di sviluppo «sostenibile», ricapitalizzazione.



L'ANALISI DELLA *PERFORMANCE* STORICA DELL'AZIENDA DA VALUTARE IN UN CONTESTO DI CRISI

- Normalmente l'analisi «in retrospettiva» dell'azienda ha lo scopo di individuare la dinamica dei suoi *driver* di valore (e dei fattori che li determinano); in particolare:
 - a) la redditività operativa (badando ai fattori sottostanti)
 - b) la dinamica degli investimenti (e conseguentemente dei flussi di cassa, partendo dalle risorse prodotte dalla gestione operativa)
 - c) la variabilità dei flussi di risultati (all'origine del grado di rischio dell'azienda)
 - d) la crescita
 - e) la struttura finanziaria, dalla quale discende il costo del capitale (o il costo dei mezzi propri) per l'azienda

- 
- In un contesto di crisi, l'analisi deve essere integrata analizzando:
 - f) l'elasticità dimostrata, intesa come capacità di contenere gli effetti delle fluttuazioni di volume
 - g) la flessibilità dimostrata, intesa come capacità di estensione (produttiva o anche solo commerciale) delle aree di attività
 - h) la variabilità dei flussi di risultati
 - i) la capacità di tenuta e di reazione, derivante dal patrimonio di risorse e di competenze possedute.



L'ANALISI PROSPETTICA DELL'AZIENDA DA VALUTARE IN UN CONTESTO DI CRISI

- L'analisi prospettica ha come momento centrale per l'esperto la valutazione del piano aziendale che gli viene sottoposto (o l'elaborazione delle previsioni che egli stesso può essere chiamato a compiere)
- In un contesto di crisi, e dunque di discontinuità, ai normali criteri per la valutazione del piano aziendale indicati dai principi generali (PIV III.1.24; PIV III.1.36) occorre aggiungere la comprensione:
 - della coerenza dell'impostazione strategica sottostante
 - della ragionevolezza dei miglioramenti previsti nei processi aziendali critici
 - dell'adequatezza delle misure di cambiamento organizzativo previste

- 
- La linea strategica deve essere coerente con le risposte normalmente date al tipo di crisi osservata, alle condizioni del vantaggio competitivo, alle risorse ed alle competenze dell'azienda. Di regola si procede per passi successivi dalle situazioni più semplici alle più complesse:
 - ripresa progressiva delle posizioni originarie, assorbendo le conseguenze negative subite;
 - aggiunta di uno sforzo di efficientamento, concentrato o distribuito;
 - aggiunta di misure di focalizzazione selettiva, al fine di concentrare gli sforzi nelle aree di *business* e nei segmenti più promettenti;
 - aggiunta anche di un ripensamento strategico, quando si reputa necessario modificare il modello di *business*;
 - aggiunta anche di una trasformazione estesa, che coinvolge risorse umane, processi e tecnologie.
 - La ragionevolezza dei miglioramenti attesi nei processi aziendali critici (sotto i tre profili preminenti del costo, delle qualità e dei tempi di risposta) deve essere valutata alla luce del *grado di operatività* del piano; cioè della chiara distribuzione di obiettivi, mezzi, tempi di esecuzione fra i responsabili aziendali ai diversi livelli. Così come l'adeguatezza del cambiamento organizzativo deve essere vista in funzione del sostegno che la struttura aziendale deve dare all'azione.

- 
- Quando la discontinuità rispetto al passato si accentua, si riduce la possibilità per l'esperto di trovare convalide di ragionevolezza nella storia passata dell'azienda, o dei suoi concorrenti. Divengono importanti i giudizi espressi dagli esperti, le condotte osservate costituenti punti di riferimento, le ipotesi di base generalmente condivise. Le analisi «nello spazio» prevalgono evidentemente su quelle «nel tempo»
 - Il dialogo con il *management*, normalmente raccomandato (PIV III.1.24), deve intensificarsi innanzi ad un piano per il superamento di una fase di crisi, non solo per la verifica dell'adeguatezza delle catene mezzi-fini ma anche per valutarne il grado di condivisione e di impegno. Importante è anche capire se i flussi di risultati emergenti dal piano siano medio-normali dal punto di vista probabilistico
 - Alla fine, l'esperto non può sottrarsi all'espressione di un giudizio in merito al rischio di esecuzione del piano, che può tradursi in una maggiorazione del tasso utilizzato per la valutazione, oppure in una riduzione dei flussi di risultati, per allinearli al valore medio atteso (PIV III.1.24, *Commento*).



LA SELEZIONE DELLE METODOLOGIE DI STIMA

- In un contesto di crisi, la selezione delle metodologie di stima deve necessariamente orientarsi verso i procedimenti più solidi sul piano metodologico, tenendo conto della qualità della base informativa
- È sempre da raccomandare (PIV III.1.42, *Commento*) la ricerca di una sintesi fra una valutazione basata sui flussi di risultati, secondo la visione «interna» dell'azienda esaminata, ed una valutazione che rifletta la visione del mercato.

In un contesto di crisi, tuttavia, i parametri di mercato possono risultare incerti e in attesa di un nuovo equilibrio. Inoltre si rafforza l'esigenza di verificare la solidità «in base ai fondamentali» del valore. Questo rafforza l'attenzione per il *valore intrinseco* dell'azienda e per i metodi che lo individuano.

- 
- Al di là della valutazione della ragionevolezza del piano aziendale, l'applicazione del metodo DCF pone a carico dell'esperto la responsabilità di formulare:
 - la stima del valore terminale, risultante da un assetto normalizzato, al termine del periodo di previsione analitica, dei *driver* di valore: redditività operativa, tasso di reinvestimento e crescita. Per la relativa stima sono essenziali da un lato il dialogo con il *management* e dall'altro la verifica risultante dall'esame di società confrontabili
 - la stima del tasso di valutazione da utilizzare, il quale dovrà tenere conto, oltre che delle normali componenti, anche del rischio di esecuzione del piano aziendale.
 - L'utilizzo per le valutazioni comparative di mercato dei moltiplicatori tratti dai corsi di Borsa di società quotate o da negoziazioni confrontabili, con i criteri generali, può essere reso difficile dal distacco dall'esperienza anteriore e dall'attesa di nuove convalide. Tuttavia è sempre utile per l'esperto esaminare la condotta seguita dagli analisti quando elaborano le *equity research* che poi orientano il mercato. In particolare è utile osservare come sono stimati i flussi di risultati, nelle diverse aree di *business*, e come è trattato il rischio, assorbendolo nel tasso di valutazione.



L'APPREZZAMENTO DEI PRINCIPALI FATTORI DI RISCHIO

- Va ricordato che i flussi da utilizzare per la stima del valore intrinseco devono essere medio-normali dal punto di vista probabilistico e che la loro variabilità, anche per cause aziendali specifiche, deve essere assorbita nel tasso di valutazione
- In un contesto di crisi si rafforza l'esigenza di individuare i principali fattori di rischio che influenzano il piano e che possono minarne la credibilità. L'individuazione delle principali variabili può avvenire con una normale *analisi di sensibilità (sensitivity analysis)*, svolta con il proposito di individuare i limiti di «resistenza» del piano. È bene ricordare che questo tipo di analisi indica solo ciò che è teoricamente possibile, ma non ciò che è probabile. Gli scarti positivi e negativi attribuiti alle variabili rilevanti devono essere accompagnati da un giudizio di verosimiglianza.
- L'analisi per scenari si presta a cogliere le situazioni nelle quali più variabili si muovono in modo correlato, secondo certi rapporti di dipendenza. Può essere utile in particolare per formulare scenari diversi quanto alla progressione dei risultati del piano di ripresa aziendale.